5G 射频国产化加速，公司全年有望高增长

——卓胜微(300782)公司点评报告

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现销售总收入 9.98 亿元，同比增长 93.64%；实现归属于母公司股东的净利润 3.53 亿元，同比增长 130.99%。

报告要点：

- **中报业绩超预期，全年有望高增长**

虽受疫情冲击，公司中报业绩仍超预期。上半年实现销售总收入 9.98 亿元，同比增长 93.64%；实现归属于母公司股东的净利润 3.53 亿元，同比增长 130.99%。作为国产射频行业龙头，公司盈利能力出色，近年来毛利率一直维持在 50%以上，成长潜力较大。随着下半年 5G 手机的加速渗透，公司有望畅享市场规模与市场份额提高的红利，业绩全年保持高增长态势。

- **布局 5G 客户优质，公司发展前景可期**

公司作为国内射频行业龙头，研发能力出色，不断优化更新产品线，推进射频新技术产品，上半年研发投入同比增加 76%。面对 5G 渗透率的不断提升，公司已经研发并推出一系列用于 5G 中 sub-6GHz 频段的射频低噪声放大器、射频开关、射频天线调谐开关系列产品，并在三星、华为、vivo、OPPO 等终端客户实现量产销售。同时公司不断创新突破，已推出射频前端模组产品，是国内先行推出射频模组的企业之一，为公司的长期可持续发展注入新的动力。

- **射频滤波器行业龙头，国产替代空间广阔**

滤波器是 5G 射频前端的主要增量，2020 全球射频前端市场将超过 1500 亿元，其中滤波器市场超 1000 亿元。进入 5G 时代，射频滤波器用量大幅增加，根据 Qorvo 数据，4G 手机滤波器用量约为 40 个，而 5G 手机将提高到 70 个。公司目前多款 SAW 滤波器已经量产出货，并积极投入 BAW 滤波器的研发。我国作为全球最大的 SAW 滤波器市场，供给严重不足，在国产替代、射频芯片去美大趋势下，公司作为行业龙头将迎来发展机遇。

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 营收 23.32、31.58、40.98 亿元，归母净利润 8.28、11.16、14.47 亿元，当前市值对应 PE 分别为 87、64、50 倍。考虑国产替代下巨大的成长空间，公司作为国内射频器件的龙头公司，应给予充分的估值溢价，维持**“买入”**评级。

- **风险提示**

1）产品研发不及预期；2）市场推广不及预期；3）客户拓展销售不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	560.19	1512.39	2331.86	3158.15	4097.88
收入同比（%）	-5.32	169.98	54.18	35.43	29.76
归母净利润(百万元)	162.33	497.17	828.41	1116.48	1447.42
归母净利润同比(%)	-4.45	206.27	66.63	34.77	29.64
ROE（%）	34.15	29.19	34.10	33.03	31.44
每股收益（元）	0.90	2.76	4.60	6.20	8.04
市盈率(P/E)	443.01	144.65	86.81	64.41	49.69

资料来源：Wind,国元证券研究中心

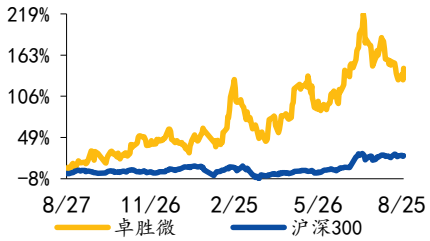
当前价/目标价：399.53 元/500 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	712.85 / 295.4
A 股流通股（百万股）：	105.79
A 股总股本（百万股）：	180.00
流通市值（百万元）：	42264.75
总市值（百万元）：	71915.40

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-卓胜微(300782)：Q2 业绩超预期，滤波器业务稳步推进》2020.07.10

《国元证券公司点评-卓胜微(300782)：滤波器业务开启第二成长曲线》2020.06.30

报告作者

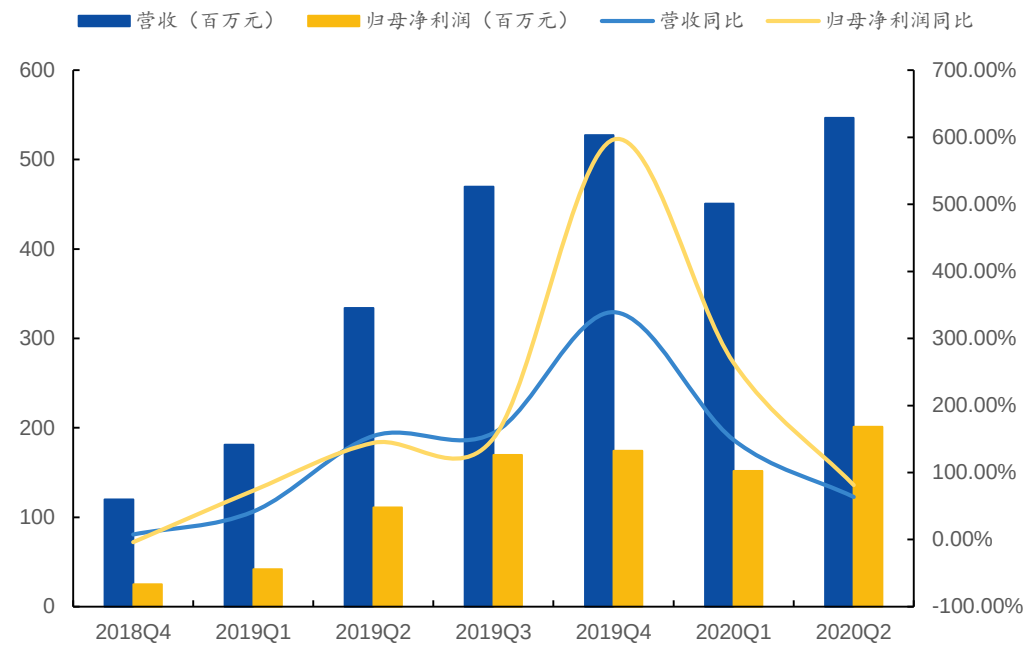
分析师　贺茂飞
执业证书编号　S0020520060001
电话　021-51097188
邮箱　hemaofei@gyzq.com.cn

联系人　刘堃
电话　021-51097188
邮箱　liukun1@gyzq.com.cn

1. 发挥优势把握机遇，公司业绩大幅增长

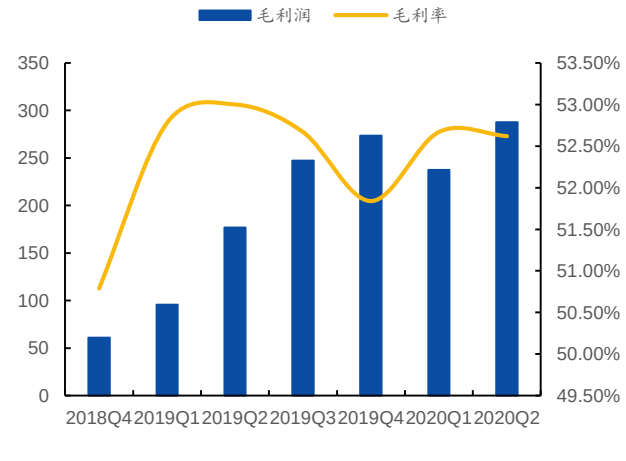
公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现销售总收入 9.98 亿元，同比增长 93.64%；归母净利润大幅增长，达到 3.53 亿元，同比增加 130.99%。

图 1：公司主要财务指标（百万元）



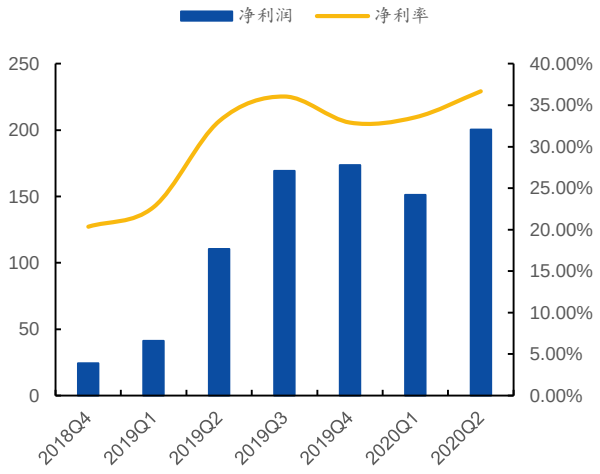
资料来源：WIND，国元证券研究中心

图 2：公司毛利及毛利率指标



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：公司净利润及净利率指标

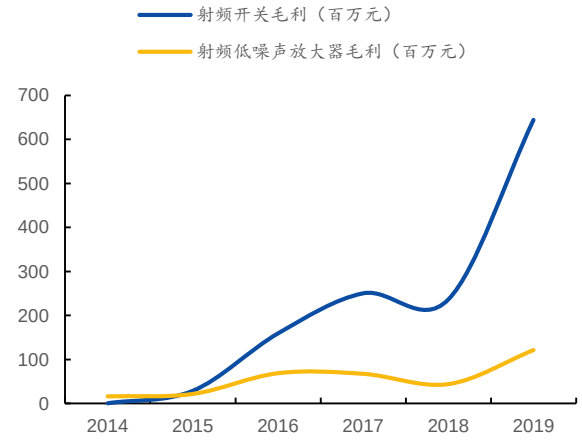


资料来源：Wind，国元证券研究中心

今年上半年疫情对行业、下游需求均产生较大影响，但公司业绩仍不受疫情影响，交出优异的成绩，主要得益于：

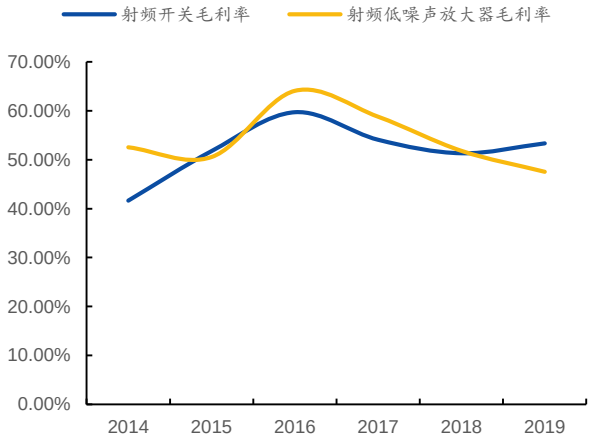
- 一方面，公司抓住 5G 和国产替代发展机遇，持续加大研发创新投入，不断提升公司核心竞争力，核心技术转化成果显现。
- 另一方面，公司充分发挥在移动终端射频领域的优势，持续推进与客户的深度合作。

图 4：公司主要产品毛利



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：公司主要产品毛利率



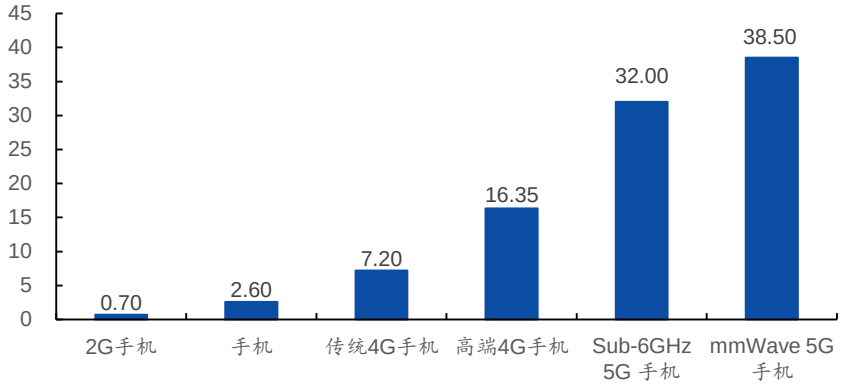
资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司毛利率一直保持较高水平，2020 年上半年为 52.7%，作为射频开关领域全球第四大厂商，盈利能力出色，比肩 Skyworks 等龙头企业。

2. 布局 5G 客户优质，公司发展前景可期

随着 5G 的到来，更多频段和技术带来了相应射频前端单机价值量增长迅速，作为射频前端最大业务板块，未来滤波器价值量迅速扩张。据 Yole 预测，2020 年单台高端 4G 手机的射频前端芯片价值量高达 16.35 美金，而 Sub-6Ghz 5G 手机和 mmWave 5G 手机价值则为 32 美元和 38.5 美金。

图 6：2G 到 5G 单部手机的射频前端价值量（美金）



资料来源：Yole，国元证券研究中心

5G 智能手机单机射频前端价值量相比非 5G 手机高得多。5G 时代的到来，智能手机需要接收更多频段的射频信号，为保证手机的性能，单机射频前端价值量也不断上升。据 Yole 预测，5G 低频段智能手机射频芯片价值量达 32 美元，毫米波手机单机射频芯片价值达 38.5 美元，而高端 4G 智能手机单机射频芯片价值量才 16.35 美元，5G 模式下射频前端芯片的价值量相对于 5G 模式下的射频前端芯片增长了大约一倍。而 Skyworks 则预测，5G 手机射频前端价值量为 25 美元，远高于 18 美元的 4G 手机射频前端价值量。其中，5G 手机滤波器数量将从 4G 手机中的 40 颗上升至 70 颗。

图 7：2G 到 5G 单部手机射频价值量

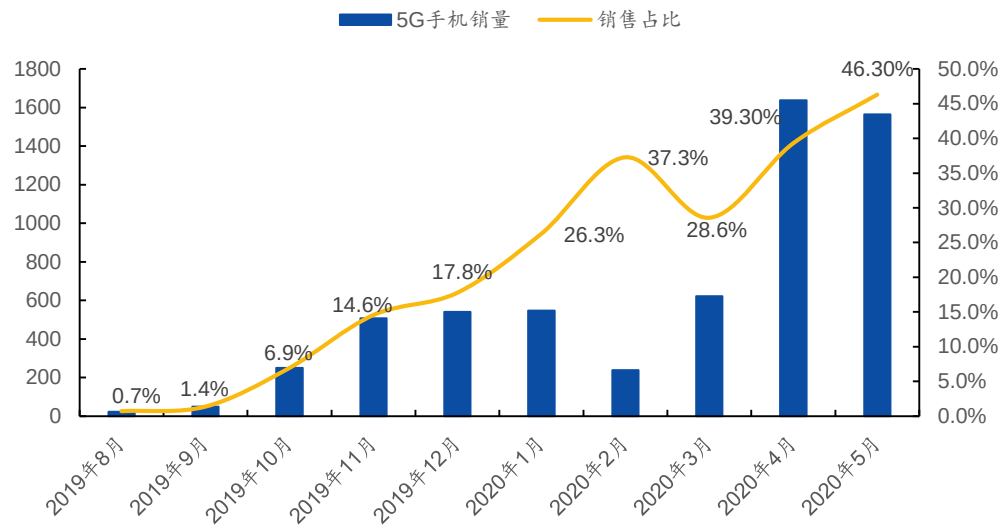


资料来源：Skyworks， 国元证券研究中心

3G、4G 手机射频价值量构成中，滤波器也占到了较大比重。在全国漫游 LTE 设备中，总滤波器价值量达 7.15 美元，高于 PA、开关价值量，也比典型 3G 手机中射

频滤波器总价值量高出数倍。

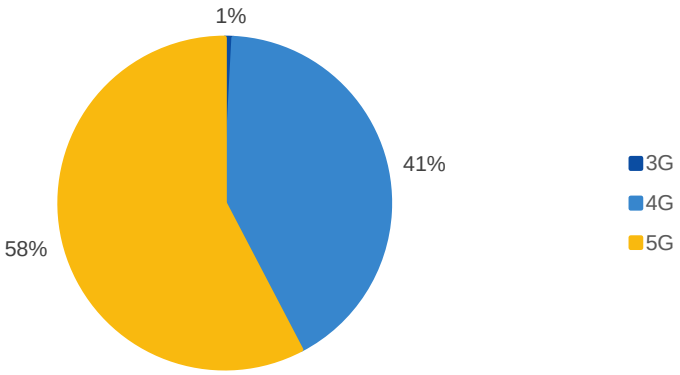
图 8：中国 5G 手机销售量及渗透率



资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究中心

公司作为国内射频行业龙头，研发能力出色，不断优化更新产品线，推进射频新技术产品。面对 5G 渗透率的不断提升，公司已经研发并推出一系列用于 5G 中 sub-6GHz 频段的射频低噪声放大器、射频开关、射频天线调谐开关系列产品，并在三星、华为、vivo、OPPO 等终端客户实现量产销售。同时公司不断创新突破，已推出射频前端模组产品，是国内先行推出射频模组的企业之一，为公司的长期可持续发展注入新的动力。

图 9：2023 年 5G 手机市场渗透率

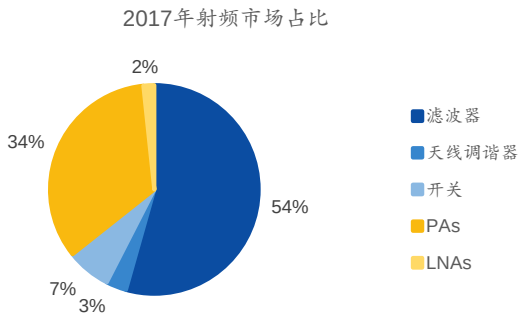


资料来源：Yole， 国元证券研究中心

3. 射频滤波器行业龙头，国产替代空间广阔

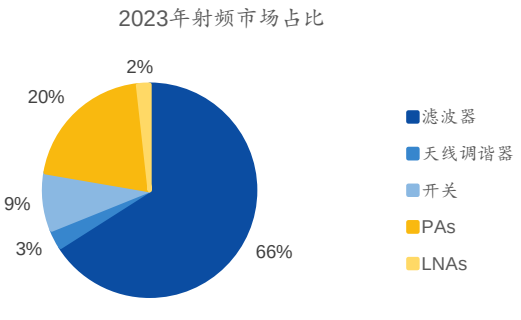
滤波器是射频前端各领域产值占比最高的产品，据 Resonant 数据，2020 年滤波器占射频前端市场份额将达 50%以上。从射频前端使用滤波器的价值量来看，伴随着频段的增多，滤波器在射频前端价值量占比在扩大。根据 Qorvo 的预测，滤波器在射频器件中的重要性越来越明显，滤波器的价值占比也从 3G 终端的 33%提升到全网通 LTE 终端的 57%。据中国产业信息网预测，到 5G 时代，滤波器的应用量将进一步增加（特别是体声波滤波器），单台手机的滤波器价值将达到 10 美元以上。滤波器已经超越 PA 成为整个射频前端模块市场中最重要的组成部分。

图 10：2017 年射频市场占比



资料来源：Qorvo，国元证券研究中心

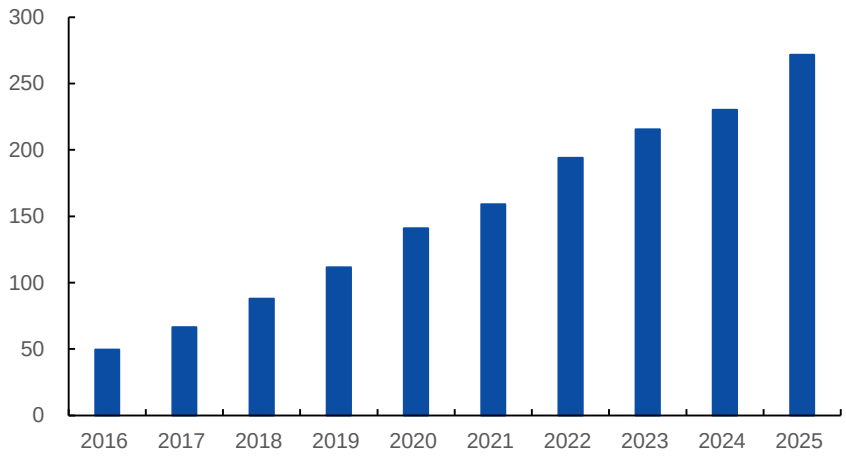
图 11:2023 年射频市场占比



资料来源：Qorvo，国元证券研究中心

另据 Resonant 数据，射频前端 2020 年市场规模约为 220 亿美元（折合 1530 亿元），滤波器市场规模约为 150 亿美元（折合 1043 亿元）。到 2025 年，射频前端市场规模将达到 400 亿美元，滤波器市场规模将达到 280 亿美元。

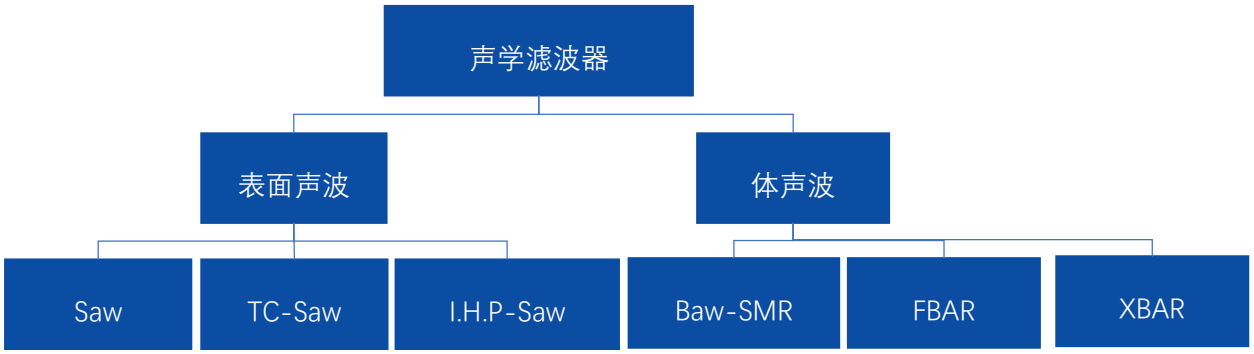
图 12：2016 至 2025 年滤波器市场空间（亿美元）



资料来源：Resonant，国元证券研究中心

射频滤波器可分为表声波滤波器和体声波滤波器，其中表声波滤波器细分为 Saw 滤波器、TC-Saw、I.H.P-Saw（Incredible High Performance Saw）等。体声波滤波器细分为 Baw、FBAR、XBAR 滤波器等。

图 13：声学滤波器产品细分



资料来源：滤波器， 国元证券研究中心

目前滤波器技术包括 Saw 滤波器及 Baw 滤波器两大技术方向。其中 Saw 滤波器包括普通 Saw、TC-Saw、IHP Saw 滤波器；Baw 滤波器包括普通 Baw 滤波器、Fbar 滤波器、XBAR 滤波器。

Saw 滤波器是当前消费电子产品大规模使用的滤波器元件，其成本和复杂程度较低，主要适用于低频段通讯。而 Baw 滤波器价格稍高，主要应用于高频段通讯。市场的领先者主要是村田 Murata、TDK、太阳诱电 TAIYO YUDEN、Skyworks、Qorvo，五家合计占据全球约 95%份额。

比起 Saw 滤波器，Baw 滤波器因其较高的工作频率和功率容量优势而得到广泛认可。其中，Saw 滤波器较多应用在 4G 领域。而在 5G 时代，单晶及多晶 Baw 滤波器受到广泛应用。Baw 滤波器的低功耗，高隔离度和 CMOS 兼容性使其成为射频通信领域的要器件。BAW 市场由 Broadcom-Avago 统治，占据了约 87%的份额，其余厂商分别是 Qorvo 和太阳诱电、TDK 等；

表1： Baw 和 Saw 滤波器技术比较

比较	Saw	Baw
原理	声波沿固体表面传播	声波在滤波器内垂直传播
特性	高稳定性，高 Q 值，抗干扰能力强	高稳定性，高 Q 值，耐高功率
适用频段	10MHz-2GHz	1.5GHz-6GHz，最高可 10GHz
成本	较高	高
插入损耗	较低	很低
温度敏感性	高	低
主要厂商	Murata、TDK、TaiyoYuden	Broadcom、Qorvo

资料来源：Qorvo、国元证券研究中心

总体而言，Baw 滤波器的成本高于 Saw 滤波器，而温度敏感性、插入损耗特性以及频段和宽带表现方面，Baw 滤波器性能则显著优于 Saw 滤波器。为解决温度漂移问题，TC-Saw 可实现以较低的成本达到较高的温度稳定性，也被广泛应用于 4G 设备中。在 5G 时代，收到频率因素影响，Baw 滤波器将更多地被应用于终端设备中。

滤波器是 5G 射频前端的主要增量，2020 全球射频前端市场将超过 1500 亿元，其

中滤波器市场超 1000 亿元。进入 5G 时代，射频滤波器用量大幅增加，根据 Qorvo 数据，4G 手机滤波器用量约为 40 个，而 5G 手机将提高到 70 个。公司目前多款 SAW 滤波器已经量产出货，并积极投入 BAW 滤波器的研发。我国作为全球最大的 SAW 滤波器市场，供给严重不足，在国产替代、射频芯片去美大趋势下，公司作为行业龙头将迎来发展机遇。

4. 风险提示

1）产品研发不及预期；

2）市场推广不及预期；

3）客户拓展、产品销售不及预期

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	476.27	1783.96	2578.20	3599.55	4901.34
现金	265.43	476.91	859.08	1457.90	2279.54
应收账款	45.44	378.30	583.27	789.96	1025.02
其他应收款	0.93	1.98	3.06	4.14	5.37
预付账款	2.87	32.14	48.76	66.09	85.77
存货	134.60	366.11	555.51	752.94	977.12
其他流动资产	27.00	528.52	528.52	528.52	528.52
非流动资产	65.22	139.17	134.21	129.24	124.27
长期投资	23.99	24.27	24.27	24.27	24.27
固定资产	30.22	72.12	68.51	64.91	61.30
无形资产	5.33	5.12	4.29	3.46	2.63
其他非流动资产	5.67	37.66	37.13	36.60	36.07
资产总计	541.49	1923.13	2712.41	3728.79	5025.61
流动负债	62.68	208.92	277.71	349.37	430.74
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	32.61	130.19	197.54	267.75	347.47
其他流动负债	30.07	78.73	80.17	81.62	83.27
非流动负债	6.36	16.71	15.31	15.52	15.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6.36	16.71	15.31	15.52	15.85
负债合计	69.04	225.63	293.02	364.89	446.58
少数股东权益	-2.85	-5.60	-10.12	-16.22	-24.12
股本	75.00	100.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	135.65	939.51	859.51	859.51	859.51
留存收益	263.33	660.50	1388.91	2338.77	3561.62
归属母公司股东权益	475.30	1703.11	2429.52	3380.12	4603.14
负债和股东权益	541.49	1923.13	2712.41	3728.79	5025.61

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	134.28	55.62	465.41	736.13	1003.26
净利润	160.38	494.46	823.89	1110.39	1439.52
折旧摊销	8.34	19.96	4.96	4.96	4.96
财务费用	-15.25	-12.31	-13.36	-23.17	-37.37
投资损失	0.28	-0.77	-0.77	-0.77	-0.77
营运资金变动	-38.37	-485.22	-367.53	-375.80	-427.17
其他经营现金流	18.91	39.50	18.23	20.52	24.10
投资活动现金流	-42.38	-581.86	5.40	5.40	5.40
资本支出	28.77	96.25	0.00	0.00	0.00
长期投资	13.73	486.10	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.11	0.49	5.40	5.40	5.40
筹资活动现金流	-3.59	730.41	-88.64	-142.71	-187.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	25.00	80.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	803.86	-80.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3.59	-98.45	-88.64	-142.71	-187.02
现金净增加额	98.35	211.48	382.17	598.82	821.64

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	560.19	1512.39	2331.86	3158.15	4097.88
营业成本	270.36	718.91	1090.82	1478.51	1918.71
营业税金及附加	3.87	9.28	14.31	19.38	25.15
营业费用	27.14	42.74	60.63	82.11	106.54
管理费用	27.78	32.87	48.97	66.32	86.06
研发费用	67.70	137.65	221.53	300.02	389.30
财务费用	-15.25	-12.31	-13.36	-23.17	-37.37
资产减值损失	-8.98	-15.65	-15.65	-15.65	-15.65
公允价值变动收益	0.00	5.15	5.15	5.15	5.15
投资净收益	-0.28	0.77	0.77	0.77	0.77
营业利润	176.21	562.65	937.52	1263.53	1638.06
营业外收入	3.58	1.86	1.86	1.86	1.86
营业外支出	0.15	1.85	1.85	1.85	1.85
利润总额	179.64	562.66	937.53	1263.54	1638.07
所得税	19.26	68.20	113.64	153.15	198.55
净利润	160.38	494.46	823.89	1110.39	1439.52
少数股东损益	-1.96	-2.71	-4.52	-6.09	-7.90
归属母公司净利润	162.33	497.17	828.41	1116.48	1447.42
EBITDA	169.30	570.30	929.11	1245.32	1605.64
EPS（元）	2.16	4.97	4.60	6.20	8.04

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-5.32	169.98	54.18	35.43	29.76
营业利润(%)	-8.88	219.30	66.63	34.77	29.64
归属母公司净利润(%)	-4.45	206.27	66.63	34.77	29.64
获利能力					
毛利率(%)	51.74	52.47	53.22	53.18	53.18
净利率(%)	28.98	32.87	35.53	35.35	35.32
ROE(%)	34.15	29.19	34.10	33.03	31.44
ROIC(%)	77.21	71.86	80.35	80.37	80.41
偿债能力					
资产负债率(%)	12.75	11.73	10.80	9.79	8.89
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	7.60	8.54	9.28	10.30	11.38
速动比率	5.45	6.66	7.14	7.99	8.94
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.23	1.01	0.98	0.94
应收账款周转率	11.48	6.82	4.61	4.37	4.29
应付账款周转率	9.98	8.83	6.66	6.36	6.24
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.90	2.76	4.60	6.20	8.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.31	2.59	4.09	5.57
每股净资产(最新摊薄)	2.64	9.46	13.50	18.78	25.57
估值比率					
P/E	443.01	144.65	86.81	64.41	49.69
P/B	151.30	42.23	29.60	21.28	15.62
EV/EBITDA	418.64	124.28	76.28	56.91	44.14

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188