Q2 业绩超预期，滤波器业务稳步推进

买入|上调

事件：

公司发布半年业绩预告，公司 2020 年上半年净利润大幅增长，达到 3.44-3.59 亿元，同比增加 125.09%-134.91%。

报告要点：

- **发挥优势把握机遇，公司业绩大幅增长**

今年上半年疫情对行业、下游需求均产生较大影响，但公司仍实现了业绩大幅增长。主要原因在于：公司作为射频行业龙头公司，在当前国产替代大背景下不断推进与客户的深度合作，并且上半年 5G 手机渗透率显著提升，**公司同时享受了市场规模扩大和市场份额提高的红利。**根据中国信息通信研究院数据，今年二季度 5G 手机渗透率已经接近 50%，相对去年年底不足 20%，渗透率提升速度非常快。**预计下半年 5G 手机销售占比将继续快速提升，公司业绩发展可期。**

- **5G 手机迅速渗透，公司将优先受益**

公司在射频开关领域内拥有明显的竞争优势，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。为保持在射频领域的先进性，公司专注于研发，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。

- **滤波器业务开启第二成长曲线**

除射频开关与低噪声放大器之外，公司还募资研发滤波器产品，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。据 Yole 估计，滤波器市场规模从 2017 年的约 80 亿美元增长至 2023 年的 225 亿美元，年均复合增长率达 19%。公司作为国内射频行业的龙头企业，面对百亿美元的市场，成长空间广阔，将开启第二成长曲线。

- **投资建议与盈利预测**

考虑到卓胜微上半年在疫情影响下依然有超出预期的业绩表现，以及下半年将进入消费电子旺季，同时 5G 手机渗透率继续提升等因素，我们上调对公司的财务预测。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 97、72、55 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，给予**“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)	493.91	161.27	96.78	71.81	55.39

资料来源：Wind,国元证券研究中心

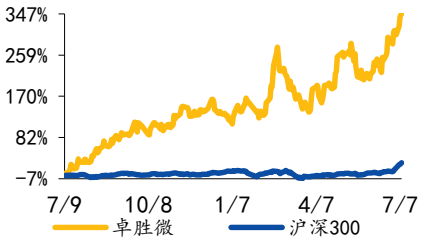
当前价/目标价：445.43 元/500 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	712.85 / 180.0
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）：	47120.34
总市值（百万元）：	80177.40

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)：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

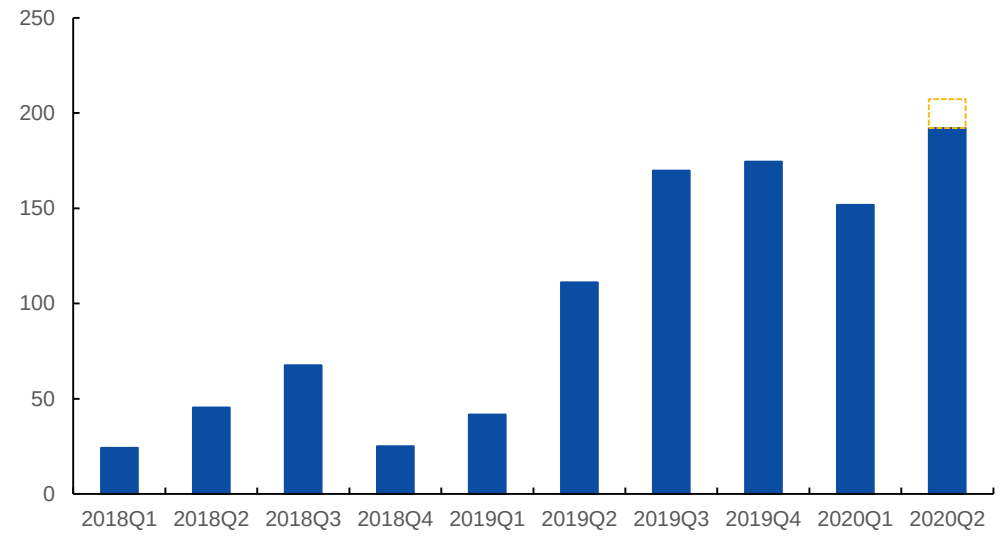
电话　021-51097188

邮箱　liukun1@gyzq.com.cn

1. 发挥优势把握机遇，公司业绩大幅增长

公司发布半年业绩预告，公司2020年上半年净利润大幅增长，达到3.44-3.59亿元，同比增加125.09%-134.91%。按此计算，公司2季度净利润为1.92-2.07亿元，继续创出单季度业绩新高。

图1：公司季度净利润（百万元）



资料来源：WIND，国元证券研究中心

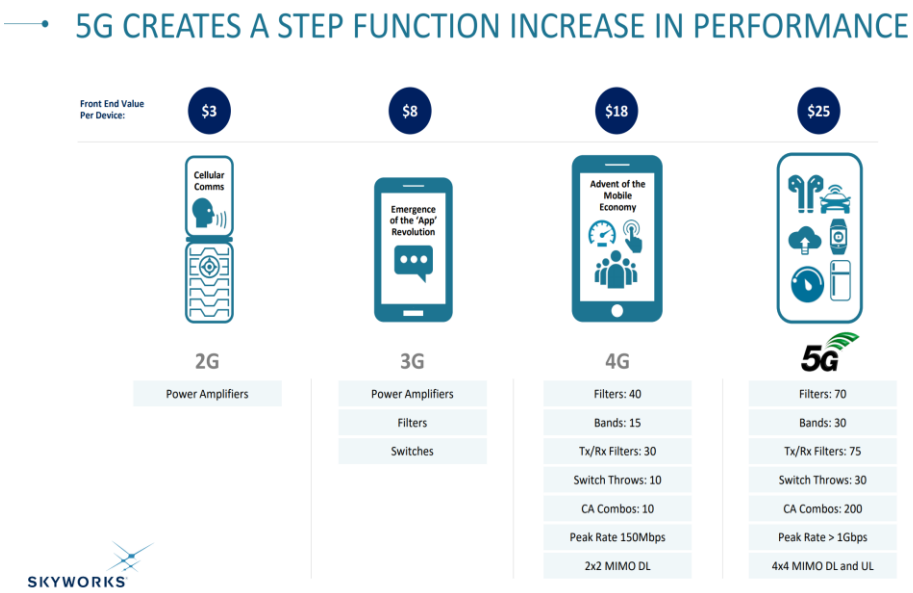
今年上半年疫情对行业、下游需求均产生较大影响，但公司业绩仍不受疫情影响，交出优异的成绩，主要得益于：

- 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。

2. 5G手机迅速渗透，公司将优先受益

5G手机的射频前端价值量将显著提升。在通讯技术升级换代的过程中，每一代升级都要保证技术和应用性能能够向后兼容，也就是说新一代的手机需要适配更多的频段。智能手机每增加一个频段，都需要增加额外的射频器件与之匹配。5G相对于4G，无论是滤波器、功率放大器、还是射频开关、低噪声放大器，数量都会大量增加。此外，5G信号使用的频率更高，支持更高频率的射频器件的技术难度更高，其价值量也会更高。所以在5G时代，量价齐升将成为射频前端市场规模变大的主要原因。**根据Skyworks估计，每部4G手机所需要的射频器件价值总量约为18美元，而一部5G手机则为25美元。**

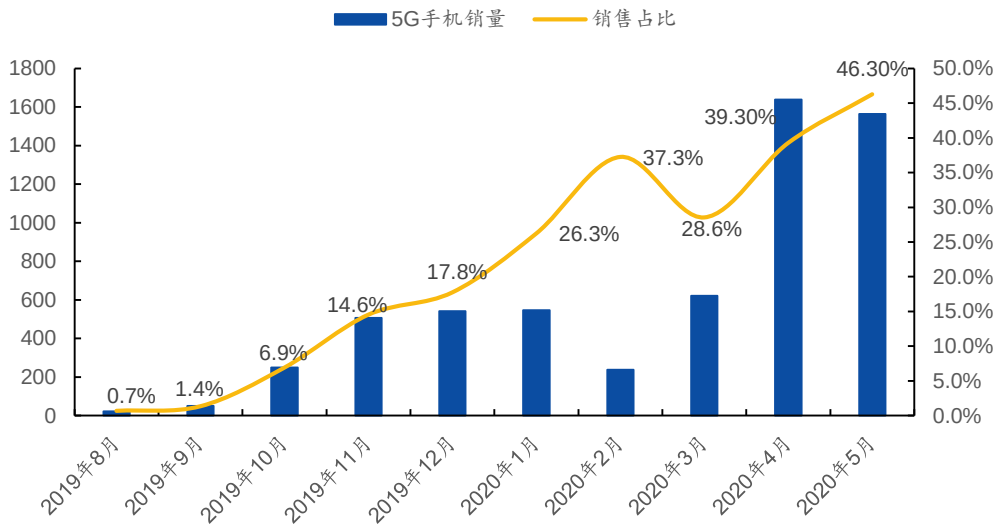
图 2：不同手机所需射频器件价值量估算



资料来源：skyworks，国元证券研究中心

5G 手机销售提速，公司有望提前受益。根据中国信息通信研究院数据，今年二季度 5G 手机渗透率已经接近 50%，相对去年年底不足 20%，渗透率提升速度非常快。参考 2014 年 4G 手机渗透率的提升速度，4G 手机从大规模销售到销售占比达到 80%用时仅 1 年左右。5G 手机从去年 7 月 0.7%的销售渗透率到现在约 50%用时也仅 10 个月，且近期的提升速度已逐步加快，销售渗透率有望继续迅速提升。**公司作为国内射频前端的龙头企业，在 5G 手机销售提速的背景下，将优先受益。**

图 3：中国 5G 手机销售量及渗透率



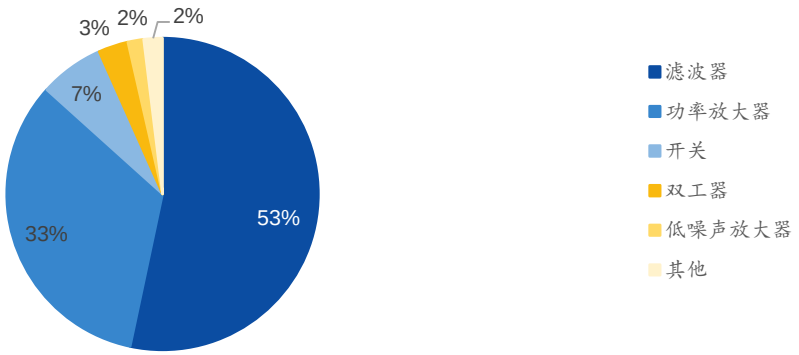
资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究中心

公司在射频开关领域内拥有明显的竞争优势，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。**为保持在射频领域的先进性，公司专注于研发，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。

3. 滤波器业务开启第二成长曲线

根据 Yole 数据，射频前端中价值量占比最高的是滤波器，其次是功率放大器，占比分别约为 1/2 和 1/3，其余器件包括开关、谐波器、低噪声放大器等，合计占比约 15%。因此，**可估算出每部 5G 手机的滤波器和功率放大器的价值量分别约为 12.5 美元和 7.5 美元。**

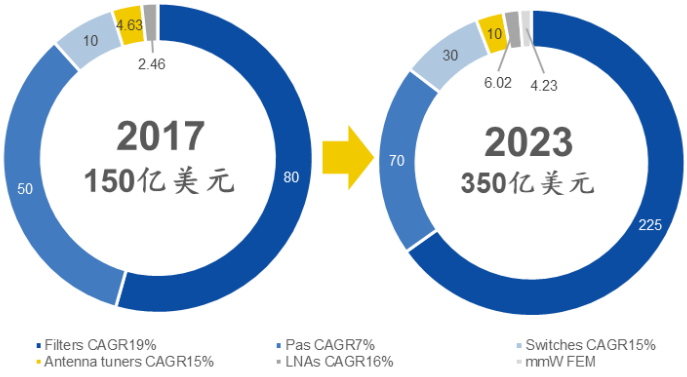
图 4：射频前端主要器件占比



资料来源：Yole，国元证券研究中心

根据 Yole 预估数据，2023 年射频前端总体市场规模为 350 亿美元，2017-2023 年的复合增长率为 14%；其中功率放大器 PA 到 2023 年的市场规模为 70 亿美元，2017-2023 年的复合增长率为 7%；滤波器的市场空间将于 2023 年达到 225 亿美元，复合增长率高达 19%。

图 5：不同射频前端市场估计

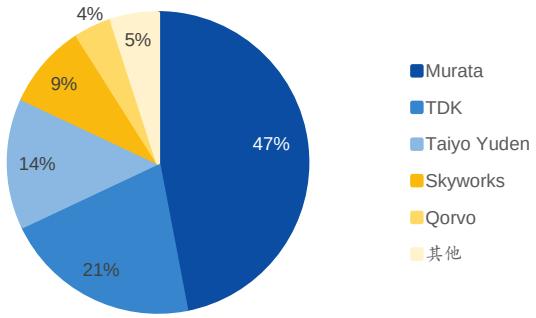


资料来源：YOLE，国元证券研究中心

滤波器是射频前端芯片占营收比例最高的部件，包括声表面滤波器（SAW，Surface Acoustic Wave）、体声波滤波器（BAW，Bulk Acoustic Wave），SAW 和 BAW 滤波器是目前手机应用的主流滤波器，简要介绍如下：

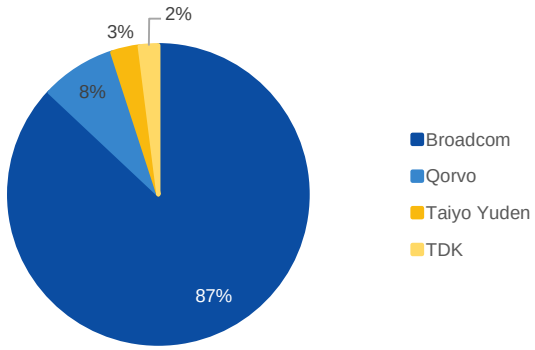
- **SAW 主要应用于低频段，在 4G 时代及以前是应用最广泛的滤波器。**市场的领先者主要是村田 Murata、TDK、太阳诱电 TAIYO YUDEN、Skyworks、Qorvo，五家合计占据全球约 95%份额；
- **BAW 主要应用于 2.5GHz-6GHz 的高频段。**由于 5G 主要采用 2.5GHz 以上的频段，因此 BAW 将在 5G 时代逐渐成为主流的滤波器。BAW 市场由 Broadcom-Avago 统治，占据了约 87%的份额，其余厂商分别是 Qorvo 和太阳诱电、TDK 等；

图 6：SAW 滤波器全球市场份额



资料来源：新材料在线，国元证券研究中心

图 7：BAW 滤波器全球市场份额



资料来源：新材料在线，国元证券研究中心

募集资金布局滤波器，将要开启第二成长曲线。公司在高端射频滤波器的研发进展顺利，多款 SAW 滤波器已经量产出货，并积极投入 BAW 滤波器的研发。公司于 2020 年 6 月公告拟定增约 30 亿元，用于高端射频滤波器芯片及模组、5G 通信基站射频器件研发项目。**伴随着公司募集资金的到位，滤波器的研发将稳步推进，加快公司在滤波器领域的研发进度，进一步提升公司在射频领域的竞争优势，增强公司长期持续盈利能力。**公司作为国内射频行业的龙头企业，面对百亿美元的市场，成长空间广阔，将开启第二成长曲线。

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	493.91	161.27	96.78	71.81	55.39
P/B	168.69	47.08	33.00	23.72	17.42
EV/EBITDA	467.44	138.76	85.17	63.55	49.29

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