

# 大客户恢复导入叠加新客户拓展， 带动业绩超预期，持续推荐

## 一、19H1 业绩表现亮眼，远超市场预期

公司预告 19H1 净利润为 1.48 亿-1.55 亿元，同比增长 112.6%-122.6%，其中，经常性损益对归母净利润影响约 408.37 万元。相较此前招股书披露的业绩预测（19H1 实现净利润 1.20 亿-1.33 亿元，同比增长 72.4%-90.5%），本次预告区间中枢上修约 20%，表现亮眼，超出市场预期。其中 19Q1 营收 1.81 亿，同比增长约 42.0%，净利润 0.42 亿，同比增长约 73.0%，19Q2 单季净利润约 1.06-1.13 亿元，同比增速约 130%-146%，19Q2 净利润增速较 Q1 明显提升。

## 二、下游客户订单增长，带动营收显著提升

三星、小米为公司前两大客户，收入占比分别约 46%、14%，合计约 60%，为营收主力。其中，在三星收入 18 年同比下滑约 34%，销量和单价整体有所下降，主要原因包括：（1）三星产品结构调整，CMOS LTE 低噪放采购量减少；（2）公司已导入三星的老产品随着时间增加，部分品类销量逐渐下降；（3）三星在 17 年以来对供应商新品导入严格控制，节奏放缓；（4）公司在三星中复杂产品比例有所降低，加上产品成熟后价格下调，单价降低。目前，三星已经恢复对新产品的继续导入，订单需求同比大幅增加，卓胜微对三星收入下滑的负面因素已消除。此外，公司加强在小米、vivo、OPPO、华为等客户的持续渗透，带来营收增量。

## 三、新品导入/产品结构调整等带动盈利提升

公司 19H1 净利润增速远超营收增速，我们判断主要与毛利率提升，且三费占比稳定等有关。（19Q1 毛利率为 52.78%，较 18 全年提升 1 个百分点。）毛利率提升主要原因在于：（1）在下游客户的新品导入、复杂产品占比提升，带动平均价格提升；（2）上游晶圆代工、封测环节产能和成本情况有所改善。19H1 终端市场看，三星/小米手机市场份额整体稳定，VIVO/OPPO 稳中略升，华为逆势大幅提升。公司 18Q1 开发了 vivo、OPPO 等客户，19 年初步开发了华为，公司已在三星大客户证明了自身实力，在国产替代加速趋势下，有望逐渐在 HOVM 等国产机型上量。卓胜微新老客户需求稳健增长，加上新品导入及份额提升，公司订单增长趋势有望持续 19 全年，规模效应带动盈利水平提升。

# 卓胜微 (300782)

维持

买入

黄瑜

0755-82521369

huangyu@csc.com.cn

执业证书编号：S1440517100001

研究助理 季清斌

jiqingbin@csc.com.cn

发布日期：2019 年 07 月 15 日

当前股价：184.4 元

目标价格 6 个月：212 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
422.53/418.32	422.53/427.04	422.53/413.48	
12 月最高/最低价 (元)			193.79/42.35
总股本 (万股)			10,000.0
流通 A 股 (万股)			2,500.0
总市值 (亿元)			184.4
流通市值 (亿元)			46.1
近 3 月日均成交量 (万)			334.64
主要股东			
无锡汇智联合投资企业 (有限合伙)			13.17%

## 股价表现



## 相关研究报告

19.07.08 【中信建投电子】卓胜微(300782):公司深度报告-卓胜微:本土射频前端翘楚,乘 5G 与国产替代东风启航

#### 四、5G 射频赛道优质，公司产品和客户结构不断完善

公司目前主营射频开关、LNA 产品，得到三星、小米、HOV 等国内外主力手机客户认可。此外，公司还积极向相关新业务领域延伸，打开更大成长空间。一方面深耕射频领域，除持续升级换代现有开关/LNA 产品线，亦积极布局滤波器、PA 以及强化射频前端模组化能力；另一方面布局蓝牙/WiFi 等射频 MCU，与现有射频产品协同，提供一体化的物联网射频产品供应。5G/物联网等正逐步加速渗透，带动射频行业未来几年复合增速约 20%，赛道优质。国产手机品牌全球占比持续提升，公司市占率提升空间较大。公司作为在全球射频供应链已证明实力的国内供应商，长期发展路径清晰，有望享受赛道红利和国产替代机会。

#### 五、持续推荐，维持“买入”评级

我们预计卓胜微 2019-2021 年营业收入分别为 8.97、13.35、18.59 亿元，归母净利润分别为 2.83、4.07、5.39 亿元，EPS 为 2.83 元/4.07 元/5.39 元，对应 PE 为 65/45/34X，考虑到公司所处细分行业充分受益于 5G 创新以及中长期进口替代，属于二级市场稀缺资产，成长空间确定，应享有一定估值溢价。按 2019 年 75x PE 给予目标市值 212 亿元，目标价 212 元，持续推荐，维持“买入”评级。

#### 预测和比率

基本指标	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1.623	2.829	4.069	5.385
BVPS	4.75	15.98	19.44	24.02
PE	113.59	65.17	45.32	34.24
PEG	2.31	1.33	0.92	0.70
PB	38.80	11.54	9.49	7.68
EV/EBITDA	112.35	55.51	38.36	28.11
ROE	34.15%	17.71%	20.93%	22.42%

## 财务报表预测与风险提示

**风险提示：**消费电子市场需求乏力；客户和产品开发不及预期；市场竞争加剧。

### 财务报表预测

#### 利润表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>560</b>	<b>897</b>	<b>1335</b>	<b>1859</b>
营业成本	270	447	682	972
<b>毛利</b>	<b>290</b>	<b>451</b>	<b>653</b>	<b>887</b>
%营业收入	51.7%	50.2%	48.9%	47.7%
营业税金及附加	4	6	9	13
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	27	27	40	56
%营业收入	4.8%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	96	117	174	242
%营业收入	17.0%	13.0%	13.0%	13.0%
财务费用	-15	-13	-25	-26
%营业收入	-2.7%	-1.4%	-1.9%	-1.4%
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>169</b>	<b>314</b>	<b>456</b>	<b>603</b>
%营业收入	30.2%	35.0%	34.1%	32.4%
营业外收支	3	3	0	0
<b>利润总额</b>	<b>180</b>	<b>317</b>	<b>456</b>	<b>603</b>
%营业收入	32.1%	35.3%	34.1%	32.4%
所得税费用	19	34	49	65
净利润	160	283	407	538
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>162.3</b>	<b>282.9</b>	<b>406.9</b>	<b>538.5</b>
少数股东损益	-2	0	0	0
<b>EPS（元/股）</b>	<b>1.62</b>	<b>2.83</b>	<b>4.07</b>	<b>5.38</b>

#### 现金流量表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>134</b>	<b>161</b>	<b>263</b>	<b>368</b>
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-29	-29	-43	-49
其他	-14	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-42</b>	<b>-29</b>	<b>-43</b>	<b>-49</b>
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	882	0	0
银行贷款增加（减少）	0	-400	0	0
筹资成本	0	-29	-36	-55
其他	-4	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4</b>	<b>453</b>	<b>-36</b>	<b>-55</b>
<b>现金净流量</b>	<b>88</b>	<b>585</b>	<b>184</b>	<b>265</b>

#### 资产负债表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	265	850	1035	1300
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	46	74	110	153
存货	135	217	332	473
预付账款	3	5	7	11
其他流动资产	27	71	105	146
<b>流动资产合计</b>	<b>476</b>	<b>1217</b>	<b>1589</b>	<b>2082</b>
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	30	51	81	111
无形资产	5	5	5	5
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4	0	0	0
其他非流动资产	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>541</b>	<b>1299</b>	<b>1701</b>	<b>2225</b>
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	33	54	82	117
预收账款	2	4	5	7
应付职工薪酬	13	21	33	47
应交税费	8	14	21	28
其他流动负债	7	10	19	26
<b>流动负债合计</b>	<b>63</b>	<b>103</b>	<b>160</b>	<b>226</b>
长期借款	0	-400	-400	-400
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	6	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>69</b>	<b>-297</b>	<b>-240</b>	<b>-174</b>
归属于母公司所有者权益	475	1598	1944	2402
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
<b>股东权益</b>	<b>472</b>	<b>1595</b>	<b>1941</b>	<b>2399</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>541</b>	<b>1299</b>	<b>1701</b>	<b>2225</b>
<b>基本指标</b>				
EPS	1.623	2.829	4.069	5.385
BVPS	4.75	15.98	19.44	24.02
PE	113.59	65.17	45.32	34.24
PEG	2.31	1.33	0.92	0.70
PB	38.80	11.54	9.49	7.68
EV/EBITDA	112.35	55.51	38.36	28.11
ROE	34.2%	17.7%	20.9%	22.4%

## 分析师介绍

**黄瑜：**电子行业首席分析师，执业证书编号：S1440517100001。复旦大学硕士，7年电子行业研究经验。2014年新财富第二名，水晶球第一名上榜。善于挖掘长期成长型的行业与个股，2017年加入中信建投电子团队。

## 研究助理

**季清斌：**电子行业研究助理。北京大学物理学博士，半导体光电领域6年科研经验。专注于半导体、安防、LED、激光器、射频及功率器件等领域研究。2017年加入中信建投电子团队。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859