

卓胜微 (300782)

证券研究报告

2019年10月14日

三季度业绩持续加速，射频龙头表现卓越

事件：公司发布 2019 年前三季度业绩预告，公司 2019 年初至三季度末归母净利润 3.12-3.26 亿元，同比去年同期的 1.37 亿元增长 127.26%-137.46%；其中 2019Q3 归母净利润 1.64-1.71 亿元，同比去年同期的 0.68 亿元增长 142.36%-152.7%。

点评：我们坚定看好公司在 5G 时代到来以及国产替代逻辑推动下的成长动能。公司 19Q3 归母净利润同比增长中位数为 147.53%，继续超 Q2 144.23%的增速，增长的主要原因为积极推进与现有客户（如华为、三星、小米、OPPO 等）的深入合作，下游大客户对于公司业绩推动显著，国产替代机遇凸显。公司积极布局 5G 射频前端，研发投入再创新高，推出了满足客户需求的多款新型号的 5G 产品，支撑公司业绩持续放量。

2019Q3 业绩预计同比继续超 Q2 增速，环比继续保持较高速度增长，毛利率有望继续提升。2019Q3 公司归母净利润 1.64-1.71 亿元，同比去年同期的 0.68 亿元增长 142.36%-152.7%，其中中位值 147.52%继续超 Q2 144.23%的增速；环比 2019Q2 1.11 亿元的归母净利润环比增长 47.75%-54.05%，继续保持较高速度的环比增速，规模效应进一步增强，毛利率有望继 2019Q2 的 53%后进一步提升。

成功进入新客户 AVL，进一步提高成长动能。公司在 19H1 成功进入华为等大客户的 AVL（合格供应商名单），公司存货相比期初增长 32.05%，应收账款相比期初增长 179.21%，我们认为这是因为公司导入新客户后订单大幅增长，公司积极备货满足客户需求，新客户对公司业绩驱动效果显著，我们坚定看好公司在国产替代逻辑下的成长动能。

研发投入再创新高，提前卡位 5G 射频前端优质赛道。公司 2019H1 研发投入 5080.51 万元，yoy+83.28%，公司在上半年新申请发明专利 2 项，取得发明专利 3 项。在高研发的驱动下，公司成功推出满足客户需求的多款新型产品，尤其是适用于 5G 通信标准中 sub-6GHz 频段的产品；同时公司成功完成基于新一代半导体材料的锗硅高性能 LNA 产品的技术开发，并推出多款基于锗硅工艺的高性能低功耗 LNA 产品。公司积极布局射频前端，在已有射频开关和 LNA 基础上，布局 SAW 和 PA，完善产品线布局。根据我们测算，预计 2020 年射频前端市场将达到 242.6 亿美元，CAGR 达 18.79%，显著高于半导体行业增速，赛道优质。我们持续看好公司在 5G 时代持续抢占射频前端市场，在高研发投入的驱动下支撑公司业绩持续放量。

盈利预测与投资建议：由于公司在国内厂商产品渗透率的提升带动业绩增长超预期，我们修正此前盈利预测，将 2019-2021EPS 由 4.08、6.51、9.78 元/股上调至 4.6、7.04、10.58 元/股，维持明年 62X 的 PE，对应目标价 436.48 元，维持“买入”评级。

风险提示：贸易战不确定性；5G 商用进度不及预期；新产品研发进度不及预期；客户拓展不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	591.65	560.19	1,492.56	2,006.99	3,076.27
增长率(%)	53.59	(5.32)	166.44	34.47	53.28
EBITDA(百万元)	248.09	229.50	504.64	773.62	1,158.28
净利润(百万元)	169.89	162.33	460.38	703.72	1,057.63
增长率(%)	101.86	(4.45)	183.60	52.86	50.29
EPS(元/股)	1.70	1.62	4.60	7.04	10.58
市盈率(P/E)	214.45	224.43	79.14	51.77	34.45
市净率(P/B)	117.33	76.65	37.98	21.91	13.39
市销率(P/S)	61.58	65.04	24.41	18.15	11.84
EV/EBITDA	0.00	0.00	71.15	45.45	29.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	364.33 元
目标价格	436.48 元

基本数据

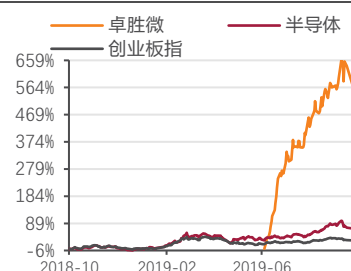
A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	25.00
A 股总市值(百万元)	36,433.00
流通 A 股市值(百万元)	9,108.25
每股净资产(元)	14.57
资产负债率(%)	10.37
一年内最高/最低(元)	399.97/42.35

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《卓胜微-半年报点评:19H1 业绩偏指引上限,坚定看好长期成长动能》 2019-08-30
- 2 《卓胜微-公司点评:业绩超预期 迎戴维斯双击机遇》 2019-07-13
- 3 《卓胜微-首次覆盖报告:躬耕射频芯片研制 与时代共振 携 5G 齐飞》 2019-06-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	167.08	265.43	517.05	1,256.62	1,853.56
应收票据及应收账款	52.14	45.44	168.28	27.44	272.56
预付账款	5.21	2.87	19.17	7.78	33.17
存货	89.75	134.60	317.43	260.36	607.49
其他	5.15	27.93	17.40	17.14	25.03
流动资产合计	319.35	476.27	1,039.33	1,569.33	2,791.80
长期股权投资	24.38	23.99	23.99	23.99	23.99
固定资产	13.21	30.22	52.36	94.58	135.85
在建工程	0.48	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	2.14	5.33	4.50	3.67	2.84
其他	3.45	5.67	4.06	3.65	3.92
非流动资产合计	43.66	65.22	120.92	195.49	238.37
资产总计	363.00	541.49	1,160.25	1,764.83	3,030.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	21.57	32.61	105.45	54.56	203.12
其他	27.28	30.07	96.15	51.95	119.11
流动负债合计	48.84	62.68	201.59	106.51	322.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.08	6.36	4.41	4.95	5.24
非流动负债合计	4.08	6.36	4.41	4.95	5.24
负债合计	52.92	69.04	206.00	111.47	327.47
少数股东权益	(0.43)	(2.85)	(5.11)	(9.72)	(18.01)
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	135.65	135.65	135.65	135.65	135.65
留存收益	236.64	398.98	859.36	1,563.08	2,620.71
其他	(136.78)	(134.32)	(135.65)	(135.65)	(135.65)
股东权益合计	310.08	472.45	954.25	1,653.36	2,702.70
负债和股东权益总	363.00	541.49	1,160.25	1,764.83	3,030.17

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	169.45	160.38	460.38	703.72	1,057.63
折旧摊销	3.08	8.34	2.69	5.01	7.40
财务费用	8.26	(7.00)	(3.51)	(7.95)	(13.94)
投资损失	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(64.11)	(57.90)	(172.87)	115.44	(409.80)
其它	11.89	30.19	(2.26)	(4.60)	(8.30)
经营活动现金流	128.57	134.28	284.44	811.62	633.00
资本支出	36.56	24.78	61.95	79.46	49.71
长期投资	24.38	(0.38)	0.00	0.00	0.00
其他	(102.55)	(66.78)	(121.95)	(159.46)	(99.71)
投资活动现金流	(41.62)	(42.38)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	53.39	17.71	27.18	7.95	13.94
其他	(61.80)	(21.30)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(8.41)	(3.59)	27.18	7.95	13.94
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	78.54	88.31	251.61	739.57	596.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	591.65	560.19	1,492.56	2,006.99	3,076.27
营业成本	260.96	270.36	686.58	842.93	1,307.41
营业税金及附加	2.18	3.87	0.52	0.73	1.12
营业费用	37.82	27.14	74.63	98.79	151.42
管理费用	26.81	27.78	59.70	90.25	137.97
研发费用	47.84	67.70	164.18	198.69	321.47
财务费用	7.95	(15.25)	(3.51)	(7.95)	(13.94)
资产减值损失	18.64	8.98	5.00	6.99	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(3.94)	(6.32)	0.00	0.00	0.00
营业利润	193.39	176.21	505.46	776.56	1,164.82
营业外收入	0.06	3.58	3.58	3.58	3.58
营业外支出	0.46	0.15	0.01	0.21	0.12
利润总额	192.98	179.64	509.02	779.93	1,168.27
所得税	23.54	19.26	50.90	80.81	118.94
净利润	169.45	160.38	458.12	699.12	1,049.34
少数股东损益	(0.44)	(1.96)	(2.26)	(4.60)	(8.30)
归属于母公司净利润	169.89	162.33	460.38	703.72	1,057.63
每股收益(元)	1.70	1.62	4.60	7.04	10.58

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	53.59%	-5.32%	166.44%	34.47%	53.28%
营业利润	105.78%	-8.88%	186.85%	53.64%	50.00%
归属于母公司净利润	101.86%	-4.45%	183.60%	52.86%	50.29%
获利能力					
毛利率	55.89%	51.74%	54.00%	58.00%	57.50%
净利率	28.71%	28.98%	30.85%	35.06%	34.38%
ROE	54.71%	34.15%	47.99%	42.31%	38.87%
ROIC	329.43%	102.98%	224.36%	159.07%	262.96%
偿债能力					
资产负债率	14.58%	12.75%	17.76%	6.32%	10.81%
净负债率	-53.88%	-56.18%	-54.18%	-76.00%	-68.58%
流动比率	6.54	7.60	5.16	14.73	8.66
速动比率	4.70	5.45	3.58	12.29	6.78
营运能力					
应收账款周转率	14.10	11.48	13.97	20.51	20.51
存货周转率	7.98	4.99	6.60	6.95	7.09
总资产周转率	2.07	1.24	1.75	1.37	1.28
每股指标(元)					
每股收益	1.70	1.62	4.60	7.04	10.58
每股经营现金流	1.29	1.34	2.84	8.12	6.33
每股净资产	3.11	4.75	9.59	16.63	27.21
估值比率					
市盈率	214.45	224.43	79.14	51.77	34.45
市净率	117.33	76.65	37.98	21.91	13.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	71.15	45.45	29.84
EV/EBIT	0.00	0.00	71.53	45.75	30.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com