

## 业绩大超预期, 未来成长可期

### 投资要点

- **净利润大超预期, 上修业绩指引:** 7月12日卓胜微发布2019上半年业绩预告, 由于净利润表现超预期, 上调年中预告, 预期2019上半年归母净利润为1.5-1.6亿元, 同比增长113%-123%, 其中非经常性损益为408万元。此前公司6月3日招股书中预计上半年净利润为1.2-1.3亿元, 同比增长71%-90%。我们认为公司净利润大超预期的主要原因是: 下游客户需求提振+成本管控能力出色。
- **下游客户需求提振: 三星恢复新品导入, 国内新客户订单放量。** 2018年公司营收5.6亿元, 同比下滑5.4%。主要由于2018年公司第一大客户三星电子对新品导入实施严格控制, 整体采购量减少, 使得销量降低; 同时三星调整了产品结构, 对低端产品的采购比例增加, 拉低了平均单价。但根据公司招股书, 三星今年已经恢复对新产品的导入, 公司的下游需求得到大幅度提振。此外, 为减少对单一客户的过度依赖, 公司积极拓展国内新客户, 目前已经与小米、vivo、OPPO、华为等国内消费电子巨头展开合作, 国内订单量迅速增长。因此, 我们认为, 三星恢复新品导入加上国内新客户订单放量是导致公司上半年经营业绩超预期的主要原因。随着三星对高端产品的采购比例增加以及芯片国产化替代热潮的持续, 我们预计2019年公司的射频器件出货量与销售收入会出现较大增幅。
- **成本管控能力出色: 技术创新与供应链管理共同维持高净利率。** 芯片产品受技术变革的影响更新迭代较快, 每一代产品推出后会因为日益激烈的市场竞争而导致销售单价下降, 2016-2018年, 射频开关销售单价从0.46元/颗降至0.26元/颗, LNA的销售单价从0.35元/颗降至0.2元/颗, 降幅均为43%, 但公司毛利率仅从62.1%下降至51.7%, 降幅为16.7pct, 远小于ASP降幅。这主要得益于公司较强的技术创新与供应链管理, **在技术创新方面:** 公司通过自主研发的拼版式集成射频开关, 缩短了射频开关供货周期、提高了备货能力; **在供应链管理方面:** 由于公司业务规模扩大, 采购金额提升, 公司与上下游的议价能力增强。
- **5G带来射频器件量价齐升, 叠加国产化替代需求, 公司成长动力充足。** 从2G到4G, 随着通信频段的增加, 对射频器件的需求数量与种类也迅速增加, 单部手机中射频器件价值量已经从3美元增长到18美元, 到5G产品将超过25美元。其中, 移动智能终端需要不断增加射频开关的数量以满足对不同频段信号接收、发射的需求, 加上智能手机外壳现多采用手感、外观更好的金属外壳,

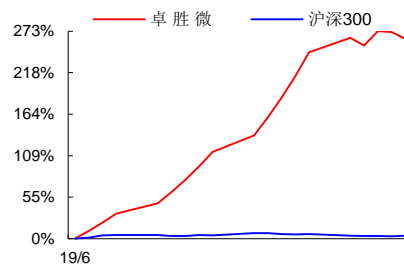
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	560.19	953.26	1439.32	2009.96
增长率	-5.32%	70.17%	50.99%	39.65%
归属母公司净利润(百万元)	162.33	346.88	548.15	772.59
增长率	-4.45%	113.68%	58.02%	40.94%
每股收益EPS(元)	1.62	3.47	5.48	7.73
净资产收益率ROE	33.95%	21.32%	25.69%	27.20%
PE	114	53	34	24
PB	38.80	11.31	8.63	6.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭  
执业证号: S1250519060004  
电话: 021-68415309  
邮箱: chenhang@swsc.com.cn  
联系人: 曹辉  
电话: 15821937706  
邮箱: caoh@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)	1.00
流通A股(亿股)	0.25
52周内股价区间(元)	50.82-189.5
总市值(亿元)	184.40
总资产(亿元)	6.15
每股净资产(元)	6.88

### 相关研究

1. 卓胜微(300782): 射频稀缺标的, 5G助力腾飞 (2019-07-03)



一定程度上会造成对射频信号的屏蔽，需要天线调谐开关提高天线对不同频段信号的接收能力。根据 Skyworks 预计，5G 智能终端的射频开关可由 10 只上升到 30 只。另外，智能手机中天线和射频通路的数量增多，对射频低噪声放大器的数量需求迅速增加，而 5G 的商业化建设将推动全球射频低噪声放大器市场在 2020 年迎来增速高峰。根据 Yole development 的预测，2023 年全球智能手机射频的市场规模将达到 352 亿美元，年复合增长率为 14%，其中射频开关市场将达 36 亿美元，低噪声放大器市场将达 18 亿美元。因此，5G 的应用将为公司的射频开关产品带来下游需求爆发，为公司开启新的营收量级。同时，在国产化替代的背景下，公司作为当前 A 股射频稀缺标的，将持续享受行业高 Alpha 红利。

- **紧跟模组化趋势，战略布局滤波器与功率放大器。**随着智能终端对体积轻薄的要求提高，RF 面积和可用的天线空间不断缩小，出现致密化趋势，射频前端从分立器件走向集成模组。Skyworks、Qovro 等射频巨头均已经实现射频前端各类器件的生产全覆盖，并相继推出模组化产品。公司紧跟产品发展前沿趋势，全面布局射频滤波器和射频功率放大器的研发设计，募投的 8.3 亿资金中将有 4.7 亿元用于 SAW 滤波器及模组研发，2.5 亿用于功率放大器及模组研发。项目分两期，一期两年用于 SAW 滤波器和功率放大器产品开发，二期两年用于二者的模组开发。目前 SAW 滤波器已经实现批量出货，未来公司将实现提供集成化的射频前端芯片模组，显著提高产业链集成度，增强公司技术能力的全面性和解决方案的完整性。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到三星恢复新品导入将使公司迎来量价齐升，华为等客户订单放量打开新增长点，19 年上半年业绩预告大超市场预期，我们认为公司全年业绩确定性较高，因此我们将 2019-2021 年预计 EPS 上调至 3.47 元、5.48 元、7.73 元。2019 年行业平均 PE 为 61.1 倍，考虑到 5G 带来射频器件量价齐升，叠加公司作为射频稀缺标的享受行业高 Alpha，给予公司一定的估值溢价，给予公司 2019 年 65 倍估值，对应目标价 225.55 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**5G 商业化进程不及预期的风险；射频产品遭遇价格战的风险；募投项目建成与达产进度不及预期的风险；客户依赖度较高影响营收稳定性的风险；汇率波动风险。

## 关键假设

假设 1: 考虑到三星恢复新产品导入, 加上国内华为、OPPO、vivo 等新客户的订单放量, 预计射频开关与低噪声放大器将实现高速增长, 其中低噪声放大器由于 2018 年三星对 CMOS LTE LNA 的单品限制较强, 导致销量基数下降幅度较大, 预计 2019 年恢复导入后出货量将出现更大的增幅。因此, 未来三年射频开关出货量增速分别为 70%、50%、40%, 低噪声放大器的出货量增速分别为 80%、60%、40%。

假设 2: 随着三星对中高端射频器件采购比例提高, 预计 2019 年射频开关的 ASP 与毛利率将出现显著上扬, 但由于产品具有在生命周期内价格因竞争而逐渐下降的特点, 预计之后两年将逐年小幅下滑。因此, 未来三年射频开关毛利率分别为 55%、54%、53%, 低噪声放大器毛利率分别为 56%、55%、54%。

假设 3: 考虑到公司募投项目中对于 SAW 滤波器、功率放大器等器件的研发与产业化将带来专利授权收入与其他类型业务的增量, 预计未来公司的 IP 授权及其他业务将保持高速增长态势, 未来三年出货量增速分别为 20%、18%、16%, ASP 与毛利率基本保持不变。

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
射频开关	收入	460.85	783.45	1175.17	1645.23
	增速	-0.51%	70.00%	50.00%	40.00%
	毛利率 (%)	51.31%	55.00%	54.00%	53.00%
射频低噪声放大器	收入	84.35	151.83	242.93	340.10
	增速	-26.25%	80.00%	60.00%	40.00%
	毛利率 (%)	51.82%	56.00%	55.00%	54.00%
IP 授权及其他	收入	14.99	17.99	21.23	24.62
	增速	6.48%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率 (%)	64.43%	64.21%	63.59%	62.16%
合计	收入	560.2	953.3	1439.3	2010.0
	增速	-5.32%	70.17%	50.99%	39.65%
	毛利率 (%)	51.74%	55.33%	54.31%	53.28%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 相对估值

卓胜微电子是国内射频行业的领先厂商, 随着三星恢复新品导入加上公司积极开发华为等新客户获得订单放量, 我们认为公司将重新恢复高速增长态势。我们选取了公司所在半导体行业相关设计企业作为估值参考, 分别为汇顶科技、兆易创新、韦尔股份、紫光国微、圣邦股份, 2019 年行业平均 PE 为 61.1 倍, 考虑到 5G 带来射频器件量价齐升, 叠加公司作为射频稀缺标的享受行业高 Alpha, 给予公司一定的估值溢价, 给予 2019 年 65 倍估值, 预计公司 2019 年 EPS 为 3.47 元, 对应目标价 225.55 元, 上调至“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
均值					<b>61.09</b>	<b>46.87</b>	<b>37.91</b>
汇顶科技	139.99	3.38	4.01	4.66	41.42	34.88	30.06
兆易创新	91.82	1.68	2.22	2.47	60.40	46.37	40.62
韦尔股份	54.95	0.81	1.18	1.54	67.72	46.62	35.74
紫光国微	42.18	0.67	0.83	1.06	63.15	50.59	40.11
圣邦股份	89.90	1.24	1.61	2.09	72.75	55.88	43.05

数据来源: Wind, 西南证券整理

### 风险提示

- 1) 5G 商业化进程不及预期的风险;
- 2) 射频产品遭遇价格战的风险;
- 3) 募投项目建成及达产进度不及预期的风险;
- 4) 客户依赖度较高影响营收稳定性的风险。
- 5) 汇率波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	560.19	953.26	1439.32	2009.96	净利润	160.38	346.88	548.15	772.59
营业成本	270.36	425.79	657.62	939.02	折旧与摊销	8.34	2.63	2.63	2.63
营业税金及附加	3.87	4.77	7.20	10.05	财务费用	-15.25	-11.58	-17.49	-24.42
销售费用	27.14	38.13	50.38	70.35	资产减值损失	8.98	75.00	78.00	80.00
管理费用	27.78	33.36	50.38	70.35	经营营运资本变动	-45.30	-67.81	-119.96	-143.57
财务费用	-15.25	-11.58	-17.49	-24.42	其他	17.14	-75.00	-76.00	-81.00
资产减值损失	8.98	75.00	78.00	80.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>134.28</b>	<b>270.12</b>	<b>415.34</b>	<b>606.22</b>
投资收益	-0.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.84	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-42.38</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>176.21</b>	<b>387.79</b>	<b>613.24</b>	<b>864.61</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.43	0.75	0.75	0.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>179.64</b>	<b>388.54</b>	<b>613.98</b>	<b>865.37</b>	股权融资	0.00	828.86	0.00	0.00
所得税	19.26	41.66	65.83	92.79	支付股利	0.00	-19.48	-41.63	-65.78
净利润	160.38	346.88	548.15	772.59	其他	-3.59	10.25	17.49	24.42
少数股东损益	-1.96	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3.59</b>	<b>819.63</b>	<b>-24.14</b>	<b>-41.36</b>
归属母公司股东净利润	162.33	346.88	548.15	772.59	<b>现金流量净额</b>	<b>98.35</b>	<b>1079.75</b>	<b>381.20</b>	<b>554.87</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	265.43	1345.18	1726.38	2281.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	49.24	88.07	132.17	183.95	销售收入增长率	-5.32%	70.17%	50.99%	39.65%
存货	134.60	183.25	286.35	417.50	营业利润增长率	-8.88%	120.07%	58.14%	40.99%
其他流动资产	27.00	45.94	69.37	96.87	净利润增长率	-5.35%	116.29%	58.02%	40.94%
长期股权投资	23.99	23.99	23.99	23.99	EBITDA 增长率	-17.18%	123.77%	57.95%	40.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	30.22	28.29	26.36	24.43	毛利率	51.74%	55.33%	54.31%	53.28%
无形资产和开发支出	5.33	4.75	4.17	3.59	三费率	7.08%	6.28%	5.78%	5.78%
其他非流动资产	5.67	15.55	25.43	35.31	净利率	28.63%	36.39%	38.08%	38.44%
<b>资产总计</b>	<b>541.49</b>	<b>1735.03</b>	<b>2294.22</b>	<b>3066.88</b>	ROE	33.95%	21.32%	25.69%	27.20%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	29.62%	19.99%	23.89%	25.19%
应付和预收款项	56.08	90.90	137.91	196.90	ROIC	70.17%	117.08%	126.27%	124.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.22%	39.74%	41.57%	41.93%
其他负债	12.96	16.75	22.40	29.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>69.04</b>	<b>107.65</b>	<b>160.31</b>	<b>226.16</b>	总资产周转率	1.24	0.84	0.71	0.75
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	25.80	32.58	52.67	79.15
资本公积	135.65	939.51	939.51	939.51	应收账款周转率	11.48	15.23	14.39	13.98
留存收益	263.33	590.73	1097.25	1804.06	存货周转率	2.41	2.68	2.79	2.66
归属母公司股东权益	475.30	1630.24	2136.76	2843.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.86%	—	—	—
少数股东权益	-2.85	-2.85	-2.85	-2.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>472.45</b>	<b>1627.38</b>	<b>2133.91</b>	<b>2840.72</b>	资产负债率	12.75%	6.20%	6.99%	7.37%
负债和股东权益合计	541.49	1735.03	2294.22	3066.88	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.60	16.41	14.38	13.56
					速动比率	5.45	14.60	12.52	11.66
					股利支付率	0.00%	5.62%	7.59%	8.51%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	169.30	378.84	598.38	842.82	每股收益	1.62	3.47	5.48	7.73
PE	113.59	53.16	33.64	23.87	每股净资产	4.75	16.30	21.37	28.44
PB	38.80	11.31	8.63	6.48	每股经营现金	1.34	2.70	4.15	6.06
PS	32.92	19.34	12.81	9.17	每股股利	0.00	0.19	0.42	0.66
EV/EBITDA	80.10	45.09	27.89	19.13					
股息率	0.00%	0.11%	0.23%	0.36%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn