

业绩持续超高速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 预计 2019 年前三季度实现归母净利润 3.1-3.3 亿元, 同比增长 127.3%-137.5%; 第三季度单季实现归母净利润 1.6-1.7 亿元, 同比增长 142.4%-152.7%。三季度单季度利润增速超过上半年整体增速, 公司业绩高速增长持续加速。我们认为公司三季度业绩超高速增长主要原因在于**消费电子旺季带动老客户采购量扩大+华为等重要客户射频国产化率的提升**。
- **华为手机去美化进程加快, 卓胜微受益国产替代。**根据公司 19 年中报披露, 公司通过华为供应链管理部门对公司业务资质、技术能力、产品性能、研发管理与质量体系、成本竞争力、交付能力等一系列综合考核成为华为合格供应商。三季度业绩超高速增长一个核心原因在于公司对华为产品的导入加速所致。根据我们的模型测算, 华为手机 2019 年射频采购额高达 30 亿美元, 开关及 LNA 产品需求也达到 3 亿美元, 因此华为客户射频国产替代空间巨大。从华为 Mate 30 供应链来看, 华为对 Qorvo、Skyworks 等老牌美系射频厂商的采购比例大幅缩减, 虽然短期内订单分流最大受益者是日本的村田, 但是射频国产化替代依旧是大趋势, 我们预计公司 Q4 业绩将继续保持高速增长态势。
- **公司持续推出新产品, 不断拓展未来成长空间。**1、**SAW:** SAW 滤波器是中低频率范围内最重要滤波器, 目前公司的 SAW 已经小幅出货, 未来会进一步放量; 2、**LNA:** 公司完成了新一代锗硅工艺高性能射频低噪声放大器产品的技术开发, 并推出多款基于锗硅工艺的高性能低功耗移动通信信号低噪声放大器产品, 产品覆盖低中高频段的应用需求。3、**5G 射频开关:** 公司推出多款适用于 5G sub-6GHz 频段, 支持多载波聚合应用的移动通信传导开关等系列产品。4、**Tuner:** 天线调谐开关 Tuner 是 4G 高档手机和 5G 手机主要的开关增量, 且被集成难度较大, 公司 tuner 产品将随着 5G 手机渗透率提升而迅速放量。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司华为订单放量空间巨大+5G 手机渗透率的提升带来射频芯片行业的景气上行+国产化替代加速三重利好, 我们上调卓胜微 2019-2021 年归母净利润为 4.4 亿、7.0 亿和 9.4 亿, EPS 分别为 4.42、6.99 和 9.36 元, 对应 PE 分别为 82X、52X 和 39X, 维持“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。

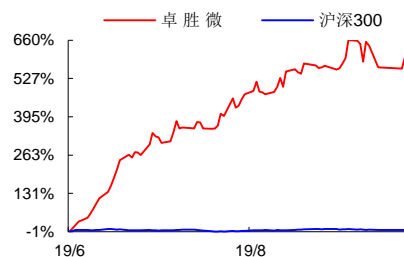
| 指标/年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 560.19 | 1220.56 | 1825.08 | 2392.40 |
| 增长率 | -5.32% | 117.88% | 49.53% | 31.09% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 162.33 | 442.48 | 699.37 | 935.85 |
| 增长率 | -4.45% | 172.57% | 58.06% | 33.81% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.62 | 4.42 | 6.99 | 9.36 |
| 净资产收益率 ROE | 33.95% | 25.68% | 29.52% | 29.05% |
| PE | 224 | 82 | 52 | 39 |
| PB | 76.65 | 21.11 | 15.36 | 11.30 |

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) | 50.82-385.99 |
| 总市值(亿元) | 364.33 |
| 总资产(亿元) | 16.21 |
| 每股净资产(元) | 14.57 |

相关研究

1. 卓胜微(300782): 业绩超高速增长, 新客户导入顺利 (2019-08-30)
2. 卓胜微(300782): 业绩大超预期, 未来成长可期 (2019-07-15)
3. 卓胜微(300782): 射频稀缺标的, 5G 助力腾飞 (2019-07-03)

关键假设

假设 1: 考虑到华为等国内主流客户对射频国产化替代进程加快, 同时, 5G 手机渗透率也将在 2019-2021 年间大幅提升, 因此公司的开关将迎来爆发式增长, 预计 2019-2021 年出货量增速分别为 128%、50%和 30%。公司天线调谐开关 tuner 也进入主流客户验证, 预计后续会在 5G 手机方面大规模出货, 由于 tuner 单价远高于一般的通路开关, 因为我们预计公司开关产品毛利率会有小幅提升态势, 预计 19-21 年毛利率保持在 53.5%左右。

假设 2: 考虑到华为等国内主流客户对射频国产化替代进程加快, 同时, 5G 手机渗透率也将在 2019-2021 年间大幅提升, 因此公司的 LNA 将迎来爆发式增长, 预计 2019-2021 年出货量增速分别为 80%、50%和 40%, 毛利率保持在 52%左右。

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稳定增长态势, 未来三年出货量增速分别为 20%、18%、16%, ASP 与毛利率保持不变。

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 | 1050.74 | 1576.11 | 2048.94 |
| | 增速 | -0.51% | 128.00% | 50.00% | 30.00% |
| | 毛利率 (%) | 51.31% | 53.50% | 53.50% | 53.50% |
| 射频低噪声放大器 | 收入 | 84.35 | 151.83 | 227.75 | 318.84 |
| | 增速 | -26.25% | 80.00% | 50.00% | 40.00% |
| | 毛利率 (%) | 51.82% | 52.00% | 52.00% | 52.00% |
| 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% | 64.43% | 64.43% | 64.43% |
| 合计 | 收入 | 560.2 | 1220.6 | 1825.1 | 2392.4 |
| | 增速 | -5.32% | 117.88% | 49.53% | 31.09% |
| | 毛利率 (%) | 51.74% | 53.47% | 53.44% | 53.41% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 560.19 | 1220.56 | 1825.08 | 2392.40 | 净利润 | 160.38 | 442.48 | 699.37 | 935.85 |
| 营业成本 | 270.36 | 567.87 | 849.76 | 1114.56 | 折旧与摊销 | 8.34 | 2.63 | 2.63 | 2.63 |
| 营业税金及附加 | 3.87 | 6.10 | 9.13 | 11.96 | 财务费用 | -15.25 | -14.83 | -22.18 | -29.07 |
| 销售费用 | 27.14 | 48.82 | 63.88 | 83.73 | 资产减值损失 | 8.98 | 75.00 | 78.00 | 80.00 |
| 管理费用 | 27.78 | 42.72 | 63.88 | 83.73 | 经营营运资本变动 | -45.30 | -134.13 | -147.83 | -139.80 |
| 财务费用 | -15.25 | -14.83 | -22.18 | -29.07 | 其他 | 17.14 | -75.00 | -76.00 | -81.00 |
| 资产减值损失 | 8.98 | 75.00 | 78.00 | 80.00 | 经营活动现金流净额 | 134.28 | 296.16 | 534.00 | 768.62 |
| 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 | 投资活动现金流净额 | -42.38 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 营业利润 | 176.21 | 494.87 | 782.61 | 1047.48 | 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 |
| 利润总额 | 179.64 | 495.62 | 783.36 | 1048.25 | 股权融资 | 0.00 | 828.86 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 19.26 | 53.14 | 83.99 | 112.39 | 支付股利 | 0.00 | -19.48 | -53.10 | -83.92 |
| 净利润 | 160.38 | 442.48 | 699.37 | 935.85 | 其他 | -3.59 | 13.50 | 22.18 | 29.07 |
| 少数股东损益 | -1.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -3.59 | 822.88 | -30.92 | -54.86 |
| 归属母公司股东净利润 | 162.33 | 442.48 | 699.37 | 935.85 | 现金流量净额 | 98.35 | 1109.04 | 493.08 | 703.77 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 265.43 | 1374.47 | 1867.55 | 2571.31 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 49.24 | 113.13 | 167.83 | 218.91 | 销售收入增长率 | -5.32% | 117.88% | 49.53% | 31.09% |
| 存货 | 134.60 | 244.40 | 370.59 | 495.73 | 营业利润增长率 | -8.88% | 180.84% | 58.14% | 33.84% |
| 其他流动资产 | 27.00 | 58.83 | 87.96 | 115.30 | 净利润增长率 | -5.35% | 175.90% | 58.06% | 33.81% |
| 长期股权投资 | 23.99 | 23.99 | 23.99 | 23.99 | EBITDA 增长率 | -17.18% | 185.11% | 58.09% | 33.81% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 30.22 | 28.29 | 26.36 | 24.43 | 毛利率 | 51.74% | 53.47% | 53.44% | 53.41% |
| 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% | 36.25% | 38.32% | 39.12% |
| 资产总计 | 541.49 | 1863.41 | 2573.88 | 3488.56 | ROE | 33.95% | 25.68% | 29.52% | 29.05% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 29.62% | 23.75% | 27.17% | 26.83% |
| 应付和预收款项 | 56.08 | 120.21 | 177.54 | 233.84 | ROIC | 70.17% | 128.54% | 127.11% | 123.96% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 30.22% | 39.55% | 41.81% | 42.68% |
| 其他负债 | 12.96 | 20.21 | 27.09 | 33.54 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 69.04 | 140.43 | 204.62 | 267.38 | 总资产周转率 | 1.24 | 1.02 | 0.82 | 0.79 |
| 股本 | 75.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 固定资产周转率 | 25.80 | 41.72 | 66.79 | 94.21 |
| 资本公积 | 135.65 | 939.51 | 939.51 | 939.51 | 应收账款周转率 | 11.48 | 16.54 | 14.33 | 13.61 |
| 留存收益 | 263.33 | 686.33 | 1332.60 | 2184.53 | 存货周转率 | 2.41 | 3.00 | 2.75 | 2.56 |
| 归属母公司股东权益 | 475.30 | 1725.83 | 2372.11 | 3224.03 | 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 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 472.45 | 1722.98 | 2369.25 | 3221.18 | 资产负债率 | 12.75% | 7.54% | 7.95% | 7.66% |
| 负债和股东权益合计 | 541.49 | 1863.41 | 2573.88 | 3488.56 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 7.60 | 13.36 | 12.58 | 13.03 |
| | | | | | 速动比率 | 5.45 | 11.54 | 10.71 | 11.13 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 4.40% | 7.59% | 8.97% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | |
| EBITDA | 169.30 | 482.68 | 763.07 | 1021.05 | 每股收益 | 1.62 | 4.42 | 6.99 | 9.36 |
| PE | 224.43 | 82.34 | 52.09 | 38.93 | 每股净资产 | 4.75 | 17.26 | 23.72 | 32.24 |
| PB | 76.65 | 21.11 | 15.36 | 11.30 | 每股经营现金 | 1.34 | 2.96 | 5.34 | 7.69 |
| PS | 65.04 | 29.85 | 19.96 | 15.23 | 每股股利 | 0.00 | 0.19 | 0.53 | 0.84 |
| EV/EBITDA | 159.81 | 72.60 | 45.27 | 33.13 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.05% | 0.15% | 0.23% | | | | | |

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 |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 金悦 | 销售经理 | 021-68415380 | 15213310661 | jyue@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 |
| | 王梓乔 | 销售经理 | 13488656012 | 13488656012 | wzqiao@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 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄 (广州) | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |