

2023年06月06日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

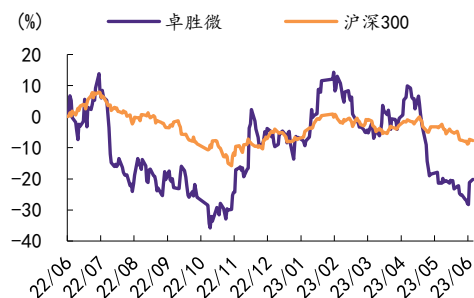
# 业绩短期承压，射频龙头持续深耕前端模组业务 —卓胜微（300782.SZ）公司动态研究报告 买入（维持） 投资要点

分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn

## 基本数据 2023-06-05

当前股价（元）	99.72
总市值（亿元）	532
总股本（百万股）	534
流通股本（百万股）	422
52周价格范围（元）	79.4-211.95
日均成交额（百万元）	802.3

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 1、《卓胜微（300782）：芯卓滤波器进展超预期，修炼“内功”完善长期核心竞争力》2022-12-26
- 2、《卓胜微（300782）：需求不振压制业绩，自建滤波器进展超预期》2022-09-01
- 3、《华鑫证券\*公司报告\*卓胜微（300782）：模组占比快速提升，迎转型 Fab Lite 开局之年 \*20220428\*毛正，刘煜》2022-04-28

### 业绩环比有所改善，降本增效追赶国际厂商

公司 2022 年营业收入达 36.77 亿元，同比下降 20.63%；归母净利润 10.69 亿元，同比下降 49.92%；扣非归母净利润 10.65 亿元，同比下降 45.05%。2023Q1 营业收入达 7.12 亿元，环比增长 7.88%，归母净利润 1.16 亿元，环比增长 38.10%，扣非归母净利润 1.18 亿元，环比增长 47.50%；其中计提存货跌价准备对归母净利润的影响约 0.71 亿元。公司营收利润下降原因系研发投入增加、下游消费需求不及预期、国际局势影响等。

费用端，公司销售费用/管理费用/财务费用分别达 0.30/1.09/-0.35 亿元，营业收入占比 0.82%（同比-0.15pct）/2.97%（同比+1.83pct）/-0.95%（同比-1.22pct）。公司的芯卓半导体产业化为公司的管理费用带来了一定增长。

### 芯卓自建产线降本增效，智能质造助力射频领域竞争

公司通过自建滤波器生产线对射频滤波器及相应高端模组产品的布局和投资，进一步向高端应用拓进，将设计研发与工艺制造高度融合并以更精准的方式适配市场需求，重点布局芯卓自建产线，引入自动化、智能化生产制造技术，公司打造了全球先进的“智能质造”生产线，该产线按全球最先进 6 英寸产线建设；还完成了 SAW 滤波器产品的工艺研发平台建设，“智能质造”体系搭建完毕，利用规模效应，一定程度降低了生产成本。从细分产品看，公司射频分立器件营业成本达 11.64 亿元，同比下降 21.90%，其中封测成本较去年同期下降 32.51%；射频模组产品方面，公司模组产品结构进一步向高端、复杂化的模组产品提高销售占比，营业收入占比上有所提高，占 30.42%（同比+4.51pct）。

目前射频器件提供商占据射频前端市场约 80% 的份额，其中包括 Broadcom/Qualcomm/Skyworks/Qorvo/Murata，分别占据市场 19%/17%/15%/15%/14% 的份额，公司作为射频前端芯片市场的主要竞争者之一，有望依靠市场扩张与需求的回暖进一步追赶。

### 射频领域技术积累深厚，股权激励有望长期成长

根据 Yole Development 的统计与预测，2022 年移动终端射频前端市场 192 亿美元。其中发射端模组市场规模预计 122 亿美元，接收端模组预计 45 亿美元，分立滤波器预计 30 亿美元，分立传导开关预计 9 亿美元，天线开关预计 19 亿美元，分立低噪声放大器预计 12 亿美元。公司在射频领域有多

年的技术积累，积极投入研发，研发投入达 4.49 亿，同比增长 47.66%，占营业收入比例 12.22%（同比+5.65pct），公司研发人员数量 838 人，占员工总数 62.17%，同比增加 83.36%。公司研发产品覆盖 RF CMOS、RF SOI、SiGe、GaAs、IPD、SAW、压电晶体等各种材料及相关工艺。并且公司完成了由 Fabless 向 Fab-Lite 经营模式的转换。

公司持续实施股权激励，2023 年颁布股权激励计划，激励对象包括高管、技术人员，不超 205 人。激励总数占股本比例 0.36%。股权激励考核年度为 2023-2025 年，包含了公司层面和个人层面的考核标准。根据公司层面 2023-2025 年归属期的考核指标，三年营业收入累计值不低于 154.02 亿元，彰显了公司发展的信心。

### 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 42.05、49.54、57.47 亿元，EPS 分别为 2.09、2.70、3.38 元，当前股价对应 PE 分别为 48、37、30 倍，我们看好公司新产线搭建为其带来新增空间，继续维持“买入”投资评级。

### 风险提示

持续技术创新能力不足风险；存货跌价风险；行业竞争风险；国际贸易摩擦风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业收入（百万元）	3,677	4,205	4,954	5,747
增长率（%）	-20.6%	14.3%	17.8%	16.0%
归母净利润（百万元）	1,069	1,114	1,443	1,802
增长率（%）	-49.9%	4.2%	29.5%	24.9%
摊薄每股收益（元）	2.00	2.09	2.70	3.38
ROE（%）	12.3%	11.7%	13.5%	14.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,277	2,940	1,909	3,438
应收款	465	531	626	726
存货	1,720	610	2,100	1,596
其他流动资产	127	137	151	165
流动资产合计	3,588	4,219	4,786	5,926
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	59	59	59	59
固定资产	2,043	2,607	2,440	2,277
在建工程	2,496	3,196	3,896	3,896
无形资产	123	142	164	184
长期股权投资	91	91	91	91
其他非流动资产	1,163	1,163	1,163	1,163
非流动资产合计	5,915	7,199	7,754	7,611
资产总计	9,504	11,417	12,540	13,537
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	1,269	869	519
应付账款、票据	476	244	630	559
其他流动负债	238	238	238	238
流动负债合计	721	1,758	1,746	1,326
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债合计	819	1,856	1,843	1,423
<b>所有者权益</b>				
股本	534	534	534	534
股东权益	8,685	9,561	10,696	12,114
负债和所有者权益	9,504	11,417	12,540	13,537

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1078	1120	1450	1811
少数股东权益	9	6	7	9
折旧摊销	95	148	188	179
公允价值变动	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-239	802	-1211	319
经营活动现金净流量	942	2074	432	2316
投资活动现金净流量	-1619	-1264	-533	163
筹资活动现金净流量	2340	1025	-715	-744
现金流量净额	1,663	1,836	-816	1,736

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,677	4,205	4,954	5,747
营业成本	1,732	2,221	2,549	2,906
营业税金及附加	6	6	7	8
销售费用	30	29	34	34
管理费用	109	105	116	126
财务费用	-35	-32	-19	-76
研发费用	449	463	495	575
费用合计	554	565	627	660
资产减值损失	8	-1	-1	-1
公允价值变动	-2	-2	-2	-2
投资收益	1	1	1	1
营业利润	1,096	1,133	1,461	1,823
加: 营业外收入	1	1	4	4
减: 营业外支出	8	6	6	5
利润总额	1,089	1,128	1,459	1,822
所得税费用	11	8	9	11
净利润	1,078	1,120	1,450	1,811
少数股东损益	9	6	7	9
归母净利润	1,069	1,114	1,443	1,802

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-20.6%	14.3%	17.8%	16.0%
归母净利润增长率	-49.9%	4.2%	29.5%	24.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	52.9%	47.2%	48.5%	49.4%
四项费用/营收	15.1%	13.4%	12.7%	11.5%
净利率	29.3%	26.6%	29.3%	31.5%
ROE	12.3%	11.7%	13.5%	14.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.6%	16.3%	14.7%	10.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.9	7.9	7.9	7.9
存货周转率	1.0	3.6	1.2	1.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.00	2.09	2.70	3.38
P/E	49.8	47.8	36.9	29.5
P/S	14.5	12.7	10.7	9.3
P/B	6.1	5.6	5.0	4.4

## ■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。