

## 卓胜微(300782.SZ)

## 短期业绩下滑，正式转向Fab-lite经营模式

## 推荐（维持）

股价：100.73元

## 主要数据

行业	电子
公司网址	www.maxscend.com
大股东/持股	无锡汇智联合投资企业(有限合伙)/11.48%
实际控制人	许志翰,Zhuang Tang,Chenhui Feng
总股本(百万股)	534
流通A股(百万股)	422
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	538
流通A股市值(亿元)	425
每股净资产(元)	16.46
资产负债率(%)	10.4

## 行情走势图



## 证券分析师

付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

## 研究助理

徐碧云	一般证券从业资格编号 S1060121070070 XUBIYUN372@pingan.com.cn
-----	--



## 事项：

公司发布 2022 年财报，2022 年公司实现营业收入 36.77 亿元，同比下降 20.63%；实现归母净利润为 10.69 亿元，同比下降 49.92%。公司 2022 年向全体股东每 10 股派发现金红利 1.70 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。2023 年一季度，公司实现收入 7.12 亿元，同比下降 46.50%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比下降 74.64%。

## 平安观点：

■ **消费电子需求疲软，业绩持续下滑：**2022 年智能手机市场需求快速疲弱，叠加射频前端竞争加剧，导致行业库存积压严重，公司库存水位也随之增加，经营业绩受到较大影响。2022 年公司实现营业收入 36.77 亿元，同比下降 20.63%；实现归母净利润为 10.69 亿元，同比下降 49.92%。2022 年公司主营产品射频分立器件实现营收 24.91 亿元，同比下降 25.67%；射频模组实现营收 11.19 亿元，同比下降 6.82%。2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.82%(-0.15pctYoY)、2.97%(+1.83pctYoY)、-0.95%(-1.21pctYoY)、12.22%(+5.65pctYoY)，研发费用的增加系公司推进芯卓半导体产业化建设项目，持续加大研发投入和人才储备力度导致。2023 年一季度，下游智能手机市场需求仍呈现低迷状态，公司业绩持续下滑。

■ **6 英寸滤波器晶圆生产线进入规模量产阶段：**2022 年公司经营模式由 Fabless 模式正式转向 Fab-Lite 模式，采用垂直一体化经营和 Fabless 并行的方式，开展关键技术和工艺的研发及产品的产业化生产，形成从研发设计、晶圆制造、封装测试到销售的完整生态链。2022 年第一季度公司 6 英寸滤波器产线进入工艺通线阶段，第二季度进入小批量生产阶段。截至 2022 年末，公司自建的滤波器产线已经全面进入规模量产阶段，将为公司可持续发展增添新的动力。

■ **12 英寸 IPD 晶圆生产线进入小批量生产阶段：**公司在 6 英寸滤波器产线的基础上，通过添置先进设备，构建专业技术人才团队，逐步推进打造 12 英寸 IPD 滤波器产品的生产制造能力。2022 年公司 IPD 滤波器产品已完

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4634	3677	4098	4773	5801
YOY(%)	66.0	-20.6	11.4	16.5	21.5
净利润(百万元)	2135	1069	1366	1644	1987
YOY(%)	99.0	-49.9	27.8	20.3	20.9
毛利率(%)	57.7	52.9	51.4	52.8	52.8
净利率(%)	46.1	29.1	33.3	34.4	34.2
ROE(%)	27.9	12.3	13.8	14.4	15.0
EPS(摊薄/元)	4.00	2.00	2.56	3.08	3.72
P/E(倍)	25.2	50.3	39.4	32.7	27.1
P/B(倍)	7.0	6.2	5.4	4.7	4.1

成工艺通线及产品级验证进入小批量生产阶段。一方面，通过储备 IPD 滤波器生产能力可以作为公司此类产品线代工厂产线的良好补充，打造更具弹性的供应链，更灵活地应对市场变化。另一方面，公司构建了 12 英寸晶圆制造的基础能力，为公司后续拓展更多的产品品类提供了更多可能性。

- **投资建议：**公司是国内射频前端芯片龙头，具备从分立器件到射频模组全产品线。半导体当前仍处于周期下行阶段，暂未出现明显反弹趋势，公司所处赛道为射频前端领域，下游应用为以智能手机为代表的移动终端领域，具有显著的半导体周期属性。结合公司 22 年年报、23 年一季报以及对行业发展趋势的判断，我们调整公司 2023-2024 年的归母净利润预测分别为 13.66 和 16.44 亿元（前值分别为 13.30 亿元和 15.49 亿元），并新增 2025 年的归母净利润为 19.87 亿元，2023-2025 年的 EPS 分别为 2.56 元、3.08 元和 3.72 元，对应 4 月 27 日收盘价的 PE 分别为 39.4、32.7、27.1 倍。公司现已正式转向 Fab-lite 经营模式，6 英寸滤波器晶圆生产线进入规模量产阶段，12 英寸 IPD 晶圆生产线进入小批量生产阶段，我们看好公司未来的发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）智能手机销量下滑风险。公司业绩较大程度上依赖智能手机销量，2022 年全球手机销量下滑对公司业绩产生一定影响，若手机销量继续下滑，公司其他领域拓展不及预期，可能会对公司经营带来不利影响。（2）关键技术人员流失的风险。未来，如果公司受到国际制约无法引进国外顶尖滤波器设计人才，或不足以匹配具有同行业竞争力的薪酬水平，严重可能导致技术人才尤其是滤波器设计人才流失，对公司生产经营将产生不利影响。（3）高端滤波器研发失败的风险。目前公司滤波器产品以接收类中低端 SAW 滤波器为主，如果公司未来在发射类滤波器及高端 BAW 滤波器研发失败，将会给公司带来不利影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3588	5255	7319	9835	<b>营业收入</b>	3677	4098	4773	5801
现金	1277	3089	4844	6829	营业成本	1732	1992	2254	2737
应收票据及应收账款	400	483	562	683	税金及附加	6	5	6	8
其他应收款	64	34	39	48	营业费用	30	41	48	58
预付账款	35	32	37	46	管理费用	109	115	134	162
存货	1720	1478	1673	2032	研发费用	449	389	453	551
其他流动资产	92	140	163	198	财务费用	-35	-7	-14	-20
<b>非流动资产</b>	5915	5504	5028	4491	资产减值损失	-309	-153	-179	-217
长期投资	91	93	95	97	信用减值损失	8	-1	-1	-1
固定资产	2057	2085	2049	1947	其他收益	13	12	12	12
无形资产	123	102	82	61	公允价值变动收益	-2	0	0	0
其他非流动资产	3645	3224	2802	2386	投资净收益	1	10	10	10
<b>资产总计</b>	9504	10759	12347	14327	资产处置收益	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	721	734	831	1009	<b>营业利润</b>	1096	1430	1733	2108
短期借款	0	0	0	0	营业外收入	1	68	68	68
应付票据及应付账款	476	423	478	581	营业外支出	8	6	6	6
其他流动负债	245	311	353	428	<b>利润总额</b>	1089	1492	1795	2169
<b>非流动负债</b>	98	95	93	91	所得税	11	123	148	178
长期借款	11	8	6	3	<b>净利润</b>	1078	1369	1647	1991
其他非流动负债	87	87	87	87	少数股东损益	9	3	3	4
<b>负债合计</b>	819	829	924	1100	<b>归属母公司净利润</b>	1069	1366	1644	1987
少数股东权益	3	6	9	14	EBITDA	1055	1898	2260	2687
股本	534	534	534	534	EPS (元)	2.00	2.56	3.08	3.72
资本公积	3523	3527	3527	3527	<b>主要财务比率</b>				
留存收益	4625	5863	7352	9152	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	8682	9924	11413	13213	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9504	10759	12347	14327	营业收入(%)	-20.6	11.4	16.5	21.5
					营业利润(%)	-50.6	30.4	21.2	21.6
					归属于母公司净利润(%)	-49.9	27.8	20.3	20.9
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	52.9	51.4	52.8	52.8
					净利率(%)	29.1	33.3	34.4	34.2
					ROE(%)	12.3	13.8	14.4	15.0
					ROIC(%)	20.4	17.2	22.3	27.8
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	8.6	7.7	7.5	7.7
					净负债比率(%)	-14.6	-31.0	-42.4	-51.6
					流动比率	5.0	7.2	8.8	9.7
					速动比率	2.4	4.9	6.6	7.5
					<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	9.2	8.5	8.5	8.5
					应付账款周转率	3.64	4.71	4.71	4.71
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.00	2.56	3.08	3.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	3.62	3.56	4.03
					每股净资产(最新摊薄)	16.26	18.59	21.38	24.75
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.3	39.4	32.7	27.1
					P/B	6.2	5.4	4.7	4.1
					EV/EBITDA	57	27	22	18

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	0	1931	1899	2153
净利润	1078	1369	1647	1991
折旧摊销	0	413	479	538
财务费用	-35	-7	-14	-20
投资损失	-1	-10	-10	-10
营运资金变动	0	158	-211	-353
其他经营现金流	-1043	7	7	7
<b>投资活动现金流</b>	-1619	1	1	1
资本支出	1685	-0	0	0
长期投资	78	0	0	0
其他投资现金流	-3382	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-233	-120	-143	-169
短期借款	0	0	0	0
长期借款	10	-2	-2	-2
其他筹资现金流	-243	-117	-141	-167
<b>现金净增加额</b>	-1748	1812	1756	1985

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层