

麦捷科技 (300319.SZ)

5G 时代下，滤波器、电感尽享国产替代红利

受益 5G，滤波器市场持续扩张，国产替代任重而道远。根据 Yole Development 对全球滤波器市场的预测，在 2017 年滤波器的市场规模已经达到了 80 亿美元，而至 2023 年全球滤波器的市场规模将会达到 225 亿美元，达到年复合增长 18.81%。然而整个 SAW 市场来看依旧是海外厂商的战场，前三家：Murata、TDK、和太阳诱电占据了全球市场的约 82%，内资厂商不见踪影。

随着电子设备电子化程度逐步提高，电感应用需求同步增长，而同样例如高端一体成型电感市场依旧缺乏较大规模的国产厂商。目前 iPhone 中对于高端一体成型电感的用量已超过了 20 个，同时可以看到随着电子产品的升级换代，内部电感将会向小型化，多用量的方向发展。而中国在 2018 年对于电感的需求量就已经达到了 2814 亿只，所对应的市场规模已经达到了 142 亿人民币；但是对应如此之大的市场需求量，中国国产电感的供给量仅为 1577 亿只，国产化率低下。

麦捷科技成功突破，电感、滤波器多线开花。在 2016 年公司募集资金投资于 SAW 滤波器以及电感产品后，在 2018 年公司在这两领域实现了一定的营业收入及利润，成功突破技术壁垒以及批量生产的难关。目前而言公司一体成型电感的月产能约为 1 亿只，SAW 的月产能约为 5000 万只；在后期公司的募集资金投资进度逐步推进的情况下，至 2020 年公司有望实现 SAW 产能的扩张（至月产能 1 亿只），和一体成型化电感的扩产，同时在这国产替代大环境下，我们认为公司将会在这 5G 大舞台上赢得新机会。

盈利预测及投资建议：随着麦捷科技在电感、滤波器两方面的突破，以及继续通过其在 2016 年的募集资金对其产能进行扩张，我们认为公司的电子元器件业务将会得到高速增长；而公司的 LCM 业务而言，虽然星源在 2019 上半年遭受中美贸易摩擦的影响，但是随着贸易摩擦影响逐步下降，我们认为未来星源在未来其收入体量将会逐步恢复。我们预计公司在 2019E/2020E/2021E 年将实现营业收入 18.2/25.12/32.65 亿元；归母净利润 1.43/2.41/3.25 亿元，目前对应 PE 为 55.3x/32.7x/24.3x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，扩产不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,441	1,672	1,820	2,512	3,265
增长率 yoy (%)	-14.9	16.0	8.9	38.0	30.0
归母净利润 (百万元)	-351	132	143	241	325
增长率 yoy (%)	-324.5	137.5	8.4	69.1	34.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.51	0.19	0.21	0.35	0.47
净资产收益率 (%)	-18.1	6.8	6.5	10.1	12.2
P/E (倍)	-22.5	60.0	55.3	32.7	24.3
P/B (倍)	4.2	3.9	3.7	3.3	3.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	光学光电子
最新收盘价	11.36
总市值(百万元)	7,897.47
总股本(百万股)	695.20
其中自由流通股(%)	91.65
30 日日均成交量(百万股)	29.60

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com



内容目录

麦捷科技：电子器件行业元老之一	4
深耕电子元器件多年，多线布局	4
背靠国资，股权结构相对稳定	4
行业变化受创后，积极投入研发苦练内功	5
滤波器+电感，国产替代进行时	6
竞争力分析	8
麦捷突进，滤波器和电感两点开花	8
破茧重生，子公司焕发新生	10
盈利预测与投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司主要产品及其示意图	4
图表 2: 麦捷科技股权结构	4
图表 3: 公司近年营收情况	5
图表 4: 公司近年归母净利润情况	5
图表 5: 公司近年盈利能力情况	5
图表 6: 公司近年各项费用率情况	5
图表 7: 不同类型的手机对于电感的使用量 (颗)	6
图表 8: 中国电感市场需求规模	6
图表 9: 全球滤波器市场规模测算	6
图表 10: 中国电感供需情况对比	7
图表 11: 2017 年全球电感市场各大厂商市占率情况	7
图表 12: BAW 滤波器厂商市占率情况	7
图表 13: SAW 滤波器厂商市占率情况	7
图表 14: 中国 SAW 滤波器自产量及需求量对比 (亿只)	8
图表 15: 中国 SAW 滤波器市场规模预测 (亿元)	8
图表 16: 麦捷科技于 2016 年非公开定增投资用途 (万元)	8
图表 17: 公司历年研发费用情况	9
图表 18: 部分麦捷科技 SAW 滤波器产品清单及其详情	9
图表 19: 星源营收情况 (亿元)	10
图表 20: 星源净利润及净利润情况 (万元, %) (不含商誉计提)	10
图表 21: 金之川营收情况 (亿元)	10
图表 22: 金之川净利润及净利润情况 (万元, %)	10
图表 23: 麦捷科技业绩拆分 (亿元)	11
图表 24: 可比公司估值 (截止至 2019 年 11 月 30 日)	11

麦捷科技：电子器件行业元老之一

深耕电子元器件多年，多线布局

麦捷科技专注于电子元器件产业链多年，是片式电感、片式 LTCC 射频元器件、滤波器等细分行业的领导企业。

目前公司的主要产品的分类大致为：一体成型功率电感、滤波器、以及 LCM。公司目前产品主要用于通讯、消费电子、互联网应用产品、以及等等其他领域；同时公司于中兴、华为、联想、小米等知名品牌也建立了良好的合作伙伴关系。

图表 1: 公司主要产品及其示意图

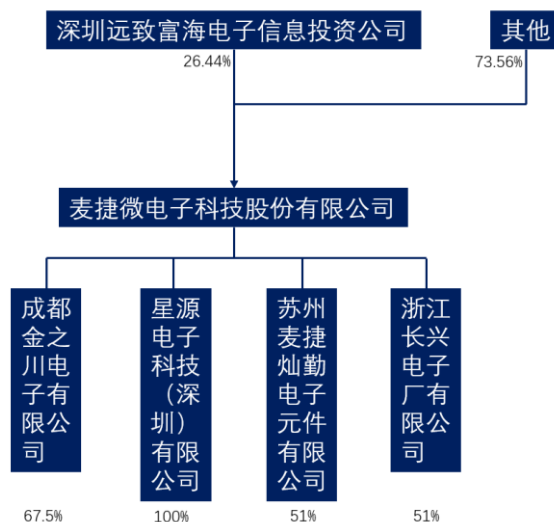
产品	示意图	产品	示意图	产品	示意图
电感		LCM		滤波器	

资料来源：国盛电子根据公司主营产品整理，国盛证券研究所

背靠国资，股权结构相对稳定

公司控股股东为深圳市远致富海投资管理有限公司，持股 26.44%，其实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。公司目前背靠国资，股权结构相对稳定，在公司战略层面可以得到更好的战略实施。麦捷科技旗下现拥有多家子公司，其中以金之川、星源、麦捷灿勤以及长兴电子为主。

图表 2: 麦捷科技股权结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

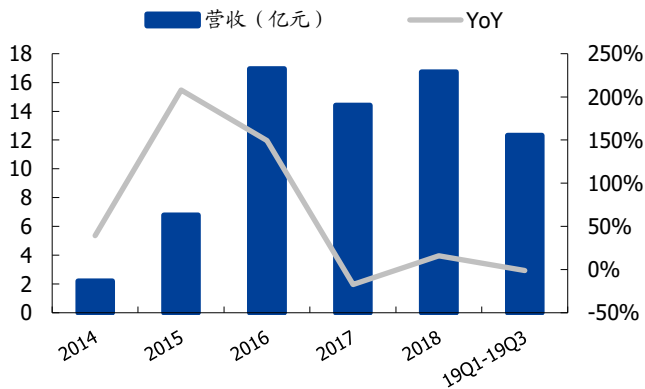
行业变化受创后，积极投入研发苦练内功

公司于2012年上市后，整体而言营收规模逐年上升，但是可以看到在2017年公司营收规模有了约17%的下滑，其主要原因是因为公司面对当时各项新技术以及新需求的迸发之时，部分产品未能实现规模化生产，同时也由于在2017年公司对于并购整合的压力致使的总体经营情况下滑。同时在利润端由于2017年计提商誉减值3.95亿元，致使公司2017年产生亏损。

然而随着2018年公司前期募投项目逐步放量，同时调整产品结构的种种举动，公司于2018年成功恢复正常经营，实现了2018年的16.72亿元，同比上升约为16%。

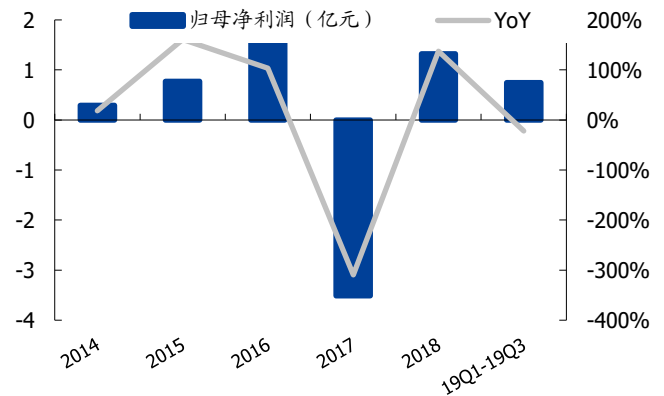
回到2019年公司表现上，虽然在上半年受到中美贸易摩擦以及消费电子行业的疲软影响，公司传统电感以及LCM业务受到了一定的影响后，在19H1公司营收同比下滑了约15%；但是单19Q3来看公司的整体营收已经实现了25.5%的同比增长，其原因主要也是因为贸易摩擦的影响逐步减小，国产替代进度加快，以及消费电子端逐步开始见底复苏的原因。

图表3：公司近年营收情况



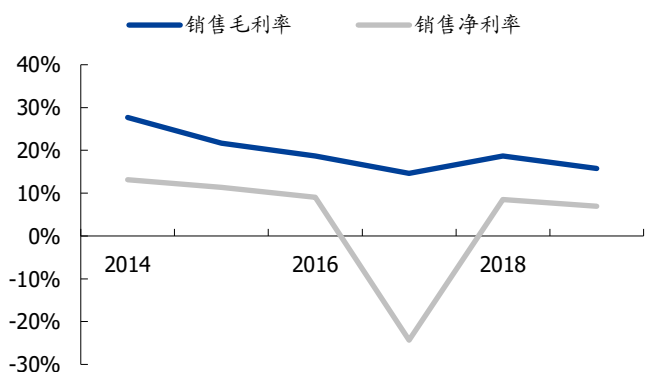
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：公司近年归母净利润情况



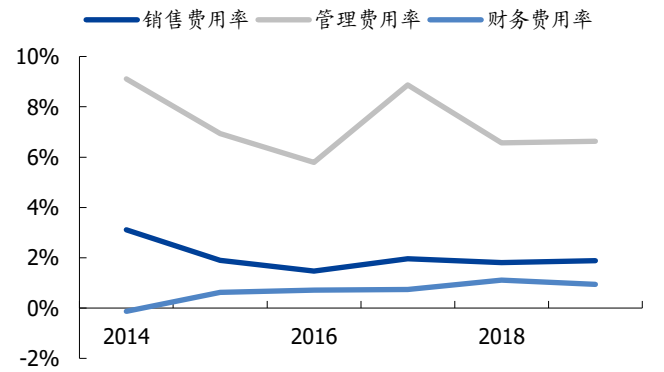
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：公司近年盈利能力情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：公司近年各项费用率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

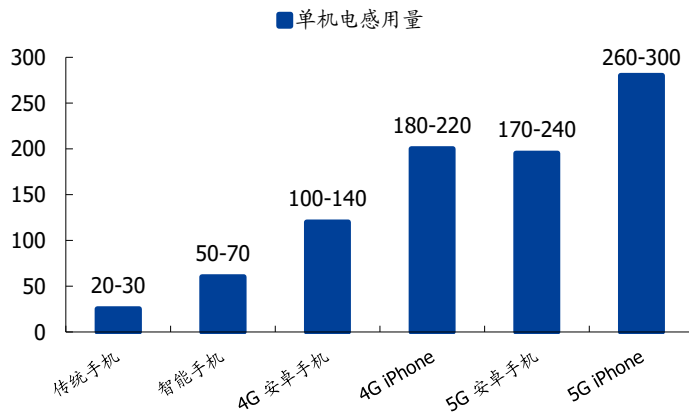
关于费用率方面，整体而言剔除2017年子公司商誉计提所带来的影响外，公司三费率方面整体处于平稳状态，并未有较大的波动。

滤波器+电感，国产替代进行时

目前滤波器及电感这类产品主要运用在消费电子内，虽然在2017年至2019年整体下游消费电子行业疲软，从而致使电感和滤波器的最大下游：手机，出货量较过往同比下滑，但是我们认为在明后年5G基础建设的逐步完善，下游电子行业我们认为将会逐步复苏，也将直接带动这两个细分子行业进一步的增长。

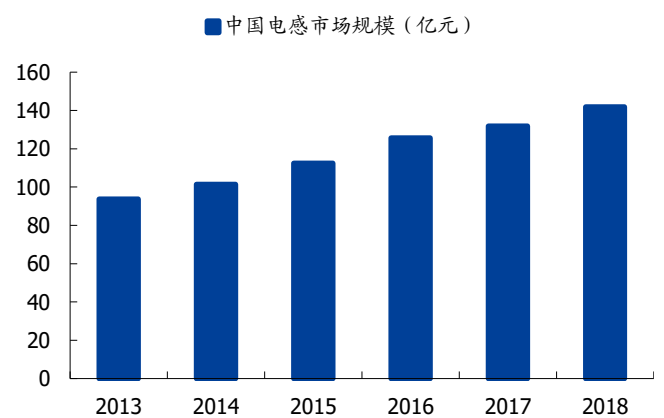
对于电感而言，近年来，随着电子产品智能化迅猛发展，智能手机以及MID产品的功能和应用增加导致功率电感数量增多，市场容量进一步增长。例如手机已经从功能机过渡到智能机，智能手机快速发展，从单核到双核，再从双核到四核，目前最高配置已经达到八核，成为小尺寸功率电感市场发展的巨大动力，其需求越来越大，单核智能手机对电感用量较功能手机扩大3倍，双核智能手机较单核增加75%，四核较双核增加55%。

图表7：不同类型的手机对于电感的使用量（颗）



资料来源：电子发烧友、知乎、中国产业信息网，国盛证券研究所

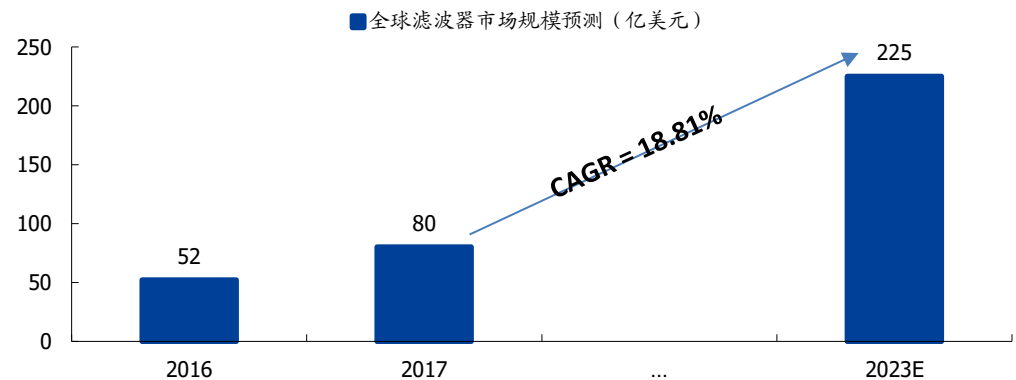
图表8：中国电感市场需求规模



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

而对于滤波器而言，由于5G对下游电子产品所带来的改革换代，我们认为也将进入一个高速发展的阶段。根据Yole Development对全球滤波器市场的预测，在2017年滤波器的市场规模已经达到了80亿美元，而至2023年全球滤波器的市场规模将会达到225亿美元，达到年复合增长18.81%。

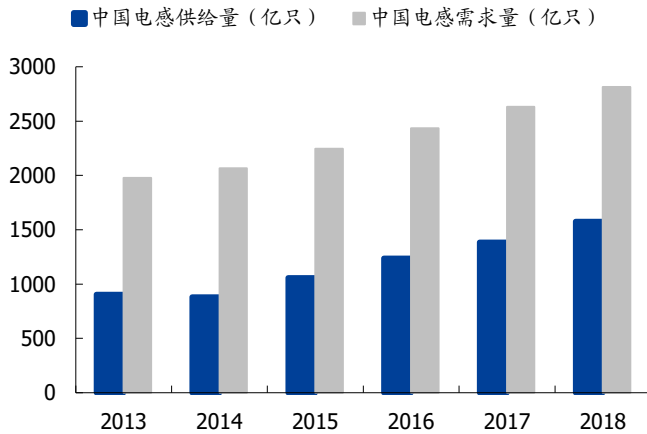
图表9：全球滤波器市场规模测算



资料来源：Yole Development，国盛证券研究所

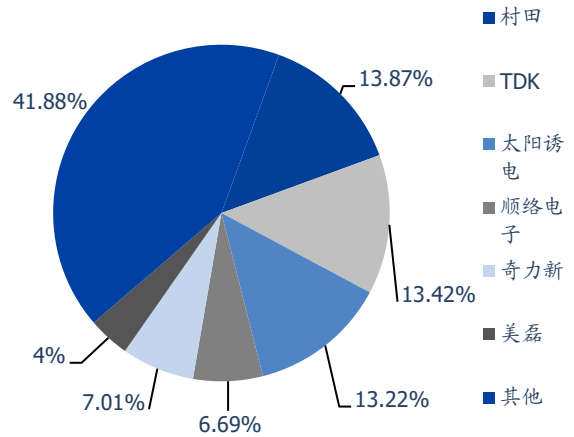
然而虽然滤波器和电感市场在接下来的 5G 时代具备着非常好的增速以及潜力，但是目前中国仍然在这两个领域缺乏内资厂商。从电感角度来看，目前中国对于电感的需求量在 2018 年已经达到了 2814 亿只，但是国产电感的数量也仅有 1577 亿只，相差甚远

图表 10: 中国电感供需情况对比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

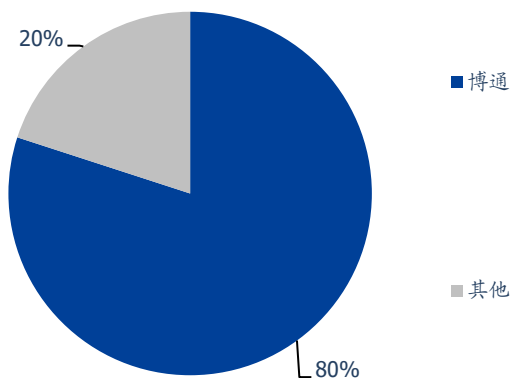
图表 11: 2017 年全球电感市场各大厂商市占率情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

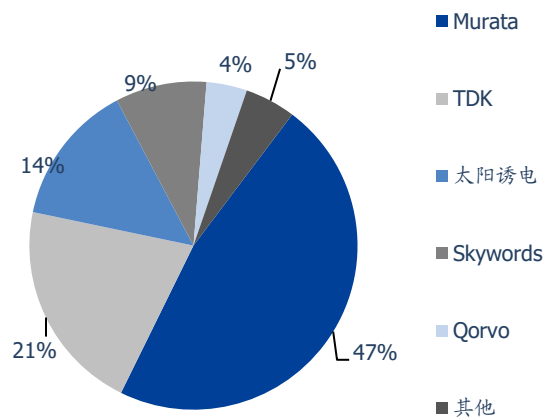
而对于滤波器市场，特别是其中的 SAW 和 BAW 市场同样如此。虽然在近年逐步有着内资优秀厂商切入滤波器赛道，但是从总量上而言我们仍然难以在全球的巨大市场中看到内资厂商的身影。根据 Navian 和多方数据的统计，目前全球主要的 SAW 厂商主要为日本 Murata (47%)、TDK (21%)、以及太阳诱电 (14%)，这三家即占到了全球约 82% 的市场份额。

图表 12: BAW 滤波器厂商市占率情况



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

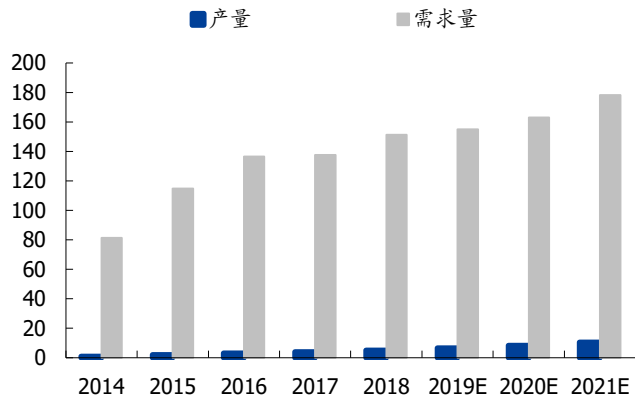
图表 13: SAW 滤波器厂商市占率情况



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

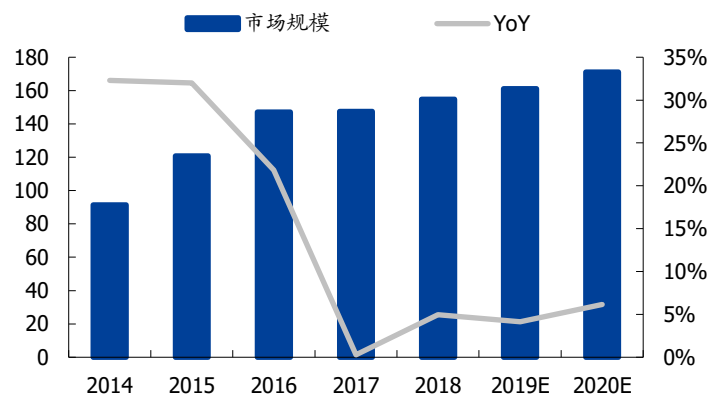
需求量与国产量相差甚远，国产替任重而道远。根据智研资讯的数据统计，我们可以看到中国自 2014 年开始对于 SAW 的需求持续上涨，然而国产 SAW 的产量长期以来都只是需求量的不及 10%。再看到中国 SAW 的市场规模，同样根据预测，在 2019 年 SAW 的市场规模将会达到 161 亿元，而在 2020 年将会达到 171 亿元，增速为 6.2%。

图表 14: 中国 SAW 滤波器自产量及需求量对比 (亿只)



资料来源: 智研资讯, 国盛证券研究所

图表 15: 中国 SAW 滤波器市场规模预测 (亿元)



资料来源: 智研资讯, 国盛证券研究所

竞争力分析

麦捷突进, 滤波器和电感两点开花

在 2016 年公司定增募集资金 10 亿元人民币, 投资于 SAW 和 MPIM 电感, 以及 2.1 亿元用于补充流动资金。

根据公司的定增预案所述, 募投项目将会在 2019 年实现完全达产, 然而由于募集资金到位时间和建设期均晚于预期计划, 此外为满足 SAW 滤波器产业化需求, 生产设备大多从国外厂商采购, 于 2017 年以来国外厂商设备交货期延长, 设备到位时间也同样晚于预期, 所以公司的募投项目建设进度整体晚于预期。

图表 16: 麦捷科技于 2016 年非公开定增投资用途 (万元)

序号	项目	投资额
1	基于 LTCC 基板的终端射频声表滤波器 (SAW) 封装工艺开发与生产项目	45225.59
2	MPIM 及 MPSM 小尺寸系列电感生产项目	34089.08

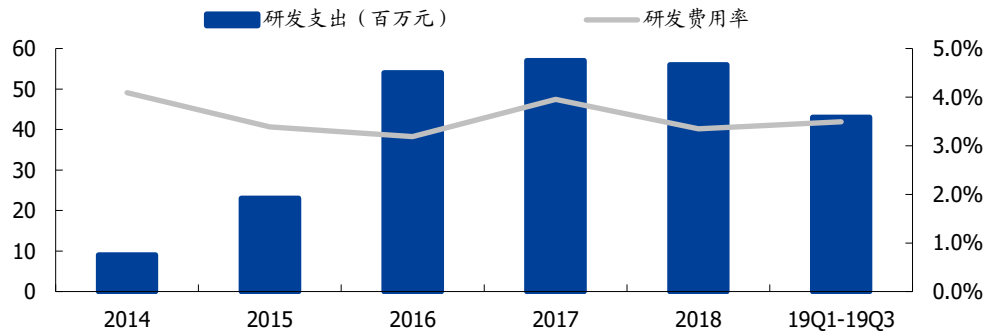
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

根据公司定增预案原计划, 募投项目将会在完全投产后可实现 SAW 滤波器年产能 9.4 亿只, 即对应 8000 万只的月产能。而对应小尺寸系列电感投产后将会有 22.8 亿只的年产能, 即对应 1.9 亿只的月产能。

虽然整体投产进度晚于预期, 但是随着在 2019 年公司的逐步投产, 我们认为后期募投项目或将在 2020 年全部达成, 在 2020 年将会给公司带来足够的产能帮助公司抓住在后期 5G 时代带来的电感、滤波器用量激增的机遇。

公司研发费用情况来看, 公司研发费用从 2014 年的约 900 万元, 至 2016 年大力投入研发至滤波器和电感后, 提升至约 5400 万元, 再至 2019 年 Q1 至 Q3 达到了 4300 万元。

图表 17: 公司历年研发费用情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

随着电感和滤波器在 2018 年的同时盈利, 对公司产生正面业绩贡献后, 目前公司滤波器产能已经达到了 5000 万只/月, 公司也在积极筹备扩产事宜, 预计将会在 2020 年将滤波器总产能提高至 1 亿只/月; 对于公司在 2016 年所投入的电感, 目前公司具备产能约为 1 亿只/月, 我们预期随着募投项目进展逐步推荐, 后期公司电感产能也将大幅提高。

除了前期公司的募投项目, 在目前 5G 基站建设如火如荼的夹断, 公司也积极的导入 LTCC 介质滤波器和功率电感等产品至 5G 基站应用领域。另外在物联网通信终端, 公司一直在积极拓展日海智能、龙尚、移远、美格智能、广和通等物联网通信数据模块客户, 将公司的电感和滤波器产品切入物联网通信终端应用领域。

图表 18: 部分麦捷科技 SAW 滤波器产品清单及其详情

序列	型号	分类	尺寸 (mm)	频率	用途	频段
1	MS15U1G90-DI3941	SAW 滤波	1.5*1.1*0.6	2.6GHZ	Diplexer	Band39, Band41
2	MS14U1G57-W1	SAW 滤波	1.4*1.1*0.6	2.45GHZ	WLAN	1 ISM 2.4GHZ
3	MS14U1G57-G35	SAW 滤波	1.4*1.1*0.6	1.57GHZ	GPS	GPS 频段
4	MS11U1G57-G3	SAW 滤波	1.1*0.9*0.6	1.57GHZ	GPS	GPS+GLONASS+北斗 2 频段
5	MS11U1G57-G1	SAW 滤波	1.4*1.1*0.6	1.57GHZ	GPS	GPS 频段
6	MS11U942M-RX08S	SAW 滤波	1.1*0.9*0.6	942MHZ	RX 接收	Band8
7	MS11U2G65-RX07S	SAW 滤波	1.1*0.9*0.6	2.65GHZ	RX 接收	Band7
8	MS11U881M-RX05S	SAW 滤波	1.1*0.9*0.6	881MHZ	RX 接收	Band5
.....						

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

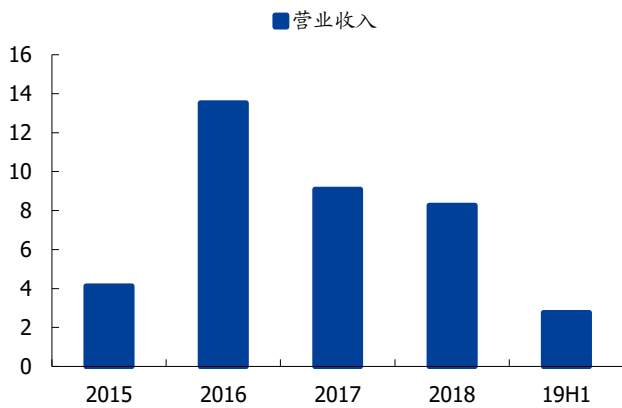
电感和滤波器 (SAW、LTCC) 的产能提高、客户的拓展, 我们认为在后期 5G 大时代环境下, 我们认为公司将会提前卡位消费电子、和 5G 基站, 实现未来增长的新动力!

破茧重生，子公司焕发新生

公司在2015年全资收购星源电子，但是星源在2017年由于受制于面板玻璃价格大幅波动、白牌客户市场萎缩等外部不利因素的影响，且终端客户市场策略调整和内部管理整合效益显现尚需时日，致使星源电子2017年度经营业绩不及预期，同时计提商誉减值3.95亿元。

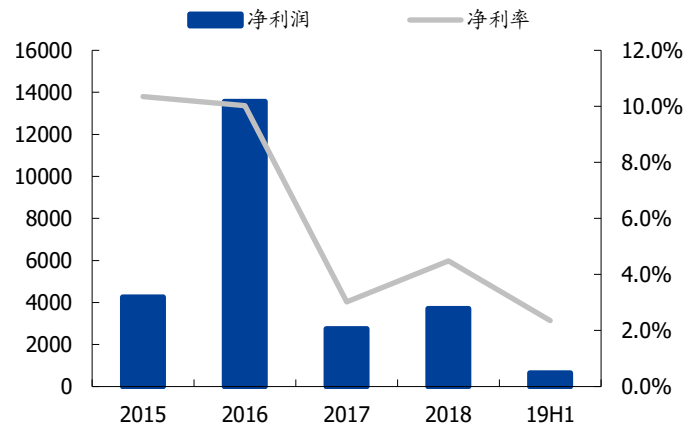
随着公司对于星源的客户结构改变，星源也顺利通过华勤、闻泰、宏基、联想和京东方、Amazon、华为等品牌大客户的审厂，品牌客户占比结构得到提升，在2018年公司的整体经营已经逐步开始恢复。而在2019上半年，由于受到中美贸易摩擦，以及消费电子市场的疲软，公司上半年业绩不及预期。但是我们认为随着贸易摩擦逐步缓和，以及在5G的大时代之下电子行业的复苏将会再次带动 LCM 行业，也直接帮助星源恢复至过往神采。

图表 19: 星源营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

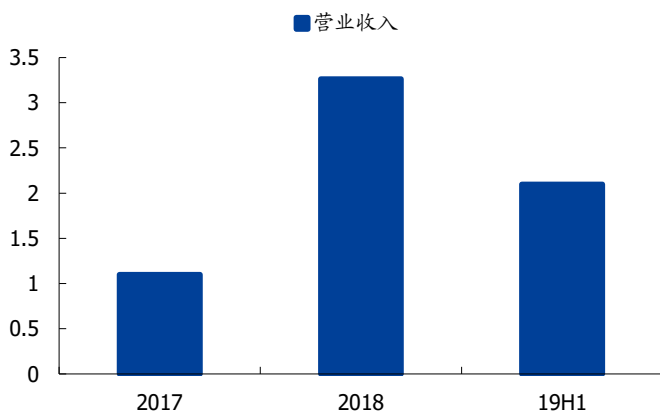
图表 20: 星源净利润及净利润情况 (万元, %) (不含商誉计提)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

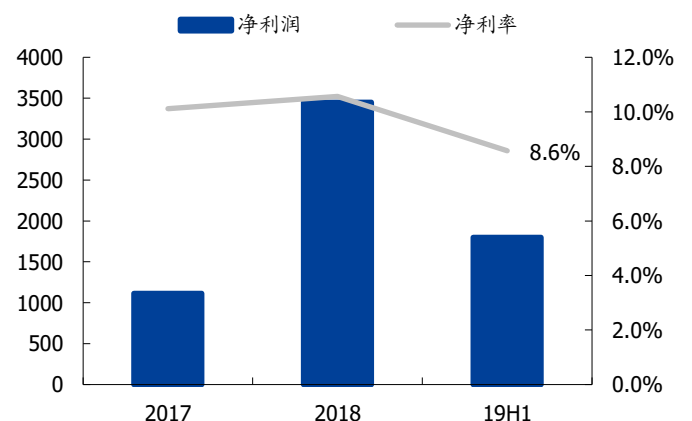
对于公司另一子公司金之川而言，公司于2017年收购其67.5%股权。金之川主营业务为变压器、电感器等电子元器件。根据公司2019年半年报所述，目前公司得变压器及电感器也同样供不应求，而这类产品的重要下游也是5G基站所用。

图表 21: 金之川营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 金之川净利润及净利润情况 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议

自2016年公司募集资金后，持续投入与滤波器以及电感行业。随着公司在2019年产品的突破以及建设进度的逐步推进，目前公司一体电感产能1亿只/月、SAW滤波器产能5000万只/月，同时公司还有其他例如LTCC、绕线电感，变压器等产品。在2020年我们认为公司的产能将会进入一个高速增长期：一体电感有望将募集资金的目标实现，即约为1.9亿只/月产能，以及SAW的约1亿只/月产能。因此我们认为公司的电子元器件方面在收入方面在2019年/2020年/2021年分别将会迎来32.3%/42.1%/42.3%的增长。

图表 23: 麦捷科技业绩拆分 (亿元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电子元器件						
收入	3.421	5.318	8.463	11.2	15.92	22.65
YoY	27.1%	55.5%	59.1%	32.3%	42.1%	42.3%
毛利率	27.84%	21.60%	25.67%	22.00%	27.00%	28.50%
LCM						
收入	12.798	8.547	8.245	7	9.2	10
YoY	234.5%	-33.2%	-3.5%	-15.1%	31.4%	8.7%
毛利率	18.14%	10.43%	11.42%	8%	11.50%	12.00%
总营收	16.219	13.865	16.708	18.2	25.12	32.65
YoY	149.10%	-14.51%	20.50%	8.93%	38.02%	29.98%
综合毛利率	20.19%	14.71%	18.64%	16.62%	21.32%	23.45%

资料来源: 公司公告, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

综上所述, 我们预计麦捷科技在2019年/2020年/2021年将会实现同比8.93%/38.02%/29.98%的收入增长, 即实现营收18.2/25.12/32.65亿元; 实现归母净利润1.43/2.41/3.25亿元。

从估值角度上来看, 我们选取了A股中同样是电子元器件的顺络电子。我们可以看到目前而言在2020年以及2021年的估值麦捷科技较顺络电子略高一些, 但是考虑到麦捷科技具备目前较为稀缺的SAW滤波器的突破, 我们认为从这一点出发可以予以更高的估值, 所以根据我们对麦捷科技的盈利预测, 麦捷科技对应目前股价的PE分别为55.3%/32.7%/24.3%, 综上所述, 首次覆盖予以“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值 (截止至2019年11月30日)

代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002138.SZ	顺络电子	190	0.59	0.80	1.02	40.00	29.50	22.99
300319.SZ	麦捷科技	79	0.21	0.35	0.47	55.3	32.70	24.30

资料来源: Wind, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

风险提示

下游需求不及预期: 公司的主营业务主要是消费电子市场下游, 所以如若下游市场的需求不及预期, 则将会对公司的运营造成一定的影响。

扩产不及预期: 对于公司在 2019 年、2020 年、2021 年的盈利预测是建立在公司对其产能扩张的进展顺利, 如若公司的扩产不及预期或晚于预期, 将会直接影响我们对于公司的盈利预测。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com