

**富士达 (835640.BJ)**

2022 年 09 月 06 日

**投资评级：买入（首次）**

日期	2022/9/5
当前股价(元)	16.00
一年最高最低(元)	30.60/12.83
总市值(亿元)	30.04
流通市值(亿元)	27.83
总股本(亿股)	1.88
流通股本(亿股)	1.74
近 3 个月换手率(%)	6.72

**北交所研究团队**

**射频同轴连接器领域龙头，储备技术、推进募投为市场新需求蓄势  
——北交所首次覆盖报告**

**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

**赵昊（分析师）**

zhaohao@kysec.cn

证书编号: S0790522080002

**● 深耕射频连接器的专精特新“小巨人”企业，2022H1 营收增长 37.31%**

公司专注射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频电缆等产品，广泛应用于通信、防务、航空航天等领域。2022H1 公司实现营收 3.95 亿元 (+37.31%)，其中射频连接器、射频电缆组件业务收入占比分别为 51%、47%。公司致力于技术创新，截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计发布十三项 IEC 国际标准，是我国射频连接器行业拥有 IEC 国际标准最多的企业。未来公司有望依托自身强劲的技术实力提升市占率，保持业绩稳步提升。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 1.48/1.87/2.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/1.00/1.24 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 19.5/15.4/12.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 预计 2018-2025 年我国射频连接器 CAGR 达 7%，市场具有进口替代效应**

近年全球连接器生产力不断向中国转移，中国现已成为全球连接器的主要市场。根据中国电子元件行业协会信息中心数据，受 5G 发展的影响，2025 年全球射频连接器市场规模预计达 60.1 亿美元，2018-2025 年 CAGR 约为 5%；2024 年中国市场规模预计达 150 亿元，2018-2025 年 CAGR 约为 7.2%。全球射频连接器厂商主要有安费诺、罗森博格和泰科电子等；国内公司包括华达股份、航天电器、金信诺、吴通控股、电连技术，其中航天电器营收端优势明显，电连技术成长性出众；与华达股份相比，公司规模与其接近，成长性略高。随着国内通信产业发展，各种通信设备有向小型化、高频化发展的趋势，且射频连接器市场具有进口替代效应，国内对于高性能射频同轴连接器的需求预期提升。

**● 依托 5G 需求精进技术，公司产业基地二期项目预计 2023 年逐步释放产能**

2022H1，公司逐步扩大并巩固 5G 产品的配套优势，积极跟进 6G 未来需求及发展方向，5G 技术储备产品包括：MQ4/MQ5 系列多通道射频连接器、低成本板间互联技术、PogoPin 射频连接器等。2022H1，公司产业基地一期已于上半年陆续投产，产业基地二期项目（募投项目）已于 7 月建设完成，预计 2022 年年底具备投产条件，在 2023 年逐步释放产能。对 5G 及 6G 需求的技术储备以及募投项目的预期达产，有望为公司增强核心竞争力、提高业务规模提供支持。

**● 风险提示：**下游行业需求变化的风险、应收账款金额较大的风险

**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	541	603	772	960	1,180
YOY(%)	4.5	11.4	27.9	24.5	22.9
归母净利润(百万元)	68	102	148	187	234
YOY(%)	17.5	48.9	44.7	26.7	24.9
毛利率(%)	34.8	37.5	37.8	38.0	38.2
净利率(%)	13.9	17.9	20.8	21.1	21.3
ROE(%)	13.0	16.3	20.4	21.6	22.0
EPS(摊薄/元)	0.36	0.54	0.79	1.00	1.24
P/E(倍)	42.1	28.3	19.5	15.4	12.3
P/B(倍)	5.2	4.5	3.8	3.2	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司情况：深耕射频连接器的专精特新“小巨人”企业 .....	4
1.1、 业务变化：市场需求增长，带动 2022H1 营收增长 37.31% .....	4
1.2、 研发创新：累计发布 13 项 IEC 国际标准，2022H1 研发费用率 5.7% .....	6
2、 行业情况：预计 2018-2025 年我国射频连接器 CAGR 达 7% .....	8
2.1、 行业现状：国内射频连接器行业起步较晚，厂商数量多但规模较小 .....	8
2.2、 市场空间：预计 2024 年我国射频同轴连接器规模达 150 亿元 .....	10
2.3、 竞争格局：华达股份与公司直接可比，两者毛利率均位于行业高位 .....	11
3、 公司看点：依托 5G 需求精进技术，产能即将释放促增长 .....	14
3.1、 国家需求：5G 通讯工程建设和国防需求促进公司新型元器件发展 .....	14
3.2、 募投情况：基地二期项目于 7 月建设完成，预计 2023 年释放产能 .....	15
4、 盈利预测与投资建议 .....	15
5、 风险提示 .....	16
附：财务预测摘要 .....	17

## 图表目录

图 1： 公司成立于 2002 年，2021 年被评为专精特新“小巨人”企业 .....	4
图 2： 2022H1 公司营收同比增长 37.31% .....	5
图 3： 2022H1 公司电缆组件营收增幅达 46.99%（亿元） .....	5
图 4： 2022H1 公司射频连接器占营收比例为 51% .....	5
图 5： 2022H1 公司毛利率达到 41.51% .....	5
图 6： 2022H1 公司射频同轴连接器毛利率达到 54.85% .....	5
图 7： 2022H1 公司国外营收增长 155.31%（单位：亿元） .....	6
图 8： 2022H1 公司国内外收入毛利率比上期同期增加 .....	6
图 9： 2022H1 公司研发费用达 2244.29 万元 .....	6
图 10： 公司研发费用率处于行业中上游水平（%） .....	6
图 11： 2017-2022H1 公司技术人员人数稳步增加 .....	7
图 12： 连接器产业链涉及电子材料、连接器元件、终端电子产品制造业 .....	8
图 13： 2020 年通信行业占连接器领域的份额约 23.08% .....	9
图 14： 射频同轴连接器下游应用覆盖通信、汽车等领域 .....	9
图 15： 我国射频同轴连接器的发展起步晚于国际厂商 .....	10
图 16： 预测 2025 年全球射频同轴连接器市场规模达 60.1 亿美元 .....	10
图 17： 到 2024 年，中国射频同轴连接器市场规模预计达到 150 亿元 .....	10
图 18： 2024 年中国射频同轴电缆的市场需求规模预计超过 1,200 亿元 .....	11
图 19： 航天电器的营收规模存在优势（单位：亿元） .....	13
图 20： 公司 3 年营收 CAGR 高于华达股份（%） .....	13
图 21： 2021 年华达股份、富士达的毛利率高于业内其他企业 .....	13

表 1： 公司独创性技术已经申请获得实用新型专利 .....	7
表 2： 全球射频连接器厂商主要有安费诺、罗森博格和泰科电子等 .....	11
表 3： 国内主营射频连接器业务的上市公司较少，华达股份与公司业务对标 .....	12
表 4： 业内连接器厂商的产品侧重存在差异 .....	12

表 5：公司为 5G 技术储备了相关的产品.....	14
表 6：募集资金将用于建设“中航富士达产业基地项目（二期）”.....	15
表 7：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）.....	15

## 1、公司情况：深耕射频连接器的专精特新“小巨人”企业

中航富士达科技股份有限公司成立于 2002 年 12 月，主营业务为射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频电缆等产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于通信、防务、航空航天等领域，各类产品出口至欧洲、东南亚、韩国、新加坡等多个国家和地区。经过多年不懈的努力，公司现已掌握了射频同轴连接器设计、制造核心工艺技术，积累了丰富的射频连接器特别是微型连接器的生产技术经验。公司是陕西省省级企业技术中心和西安市市级企业技术中心，获得“国家技术创新示范企业”、“中国质量奖提名奖”、“中国驰名商标”、“国家知识产权示范企业”、“中国标准创新贡献奖”、国家“标准化良好行为 AAAA 级”、“陕西省质量管理奖”、“西安市质量管理奖”等荣誉。2021 年公司被列入国家工信部专精特新“小巨人”企业名录。2021 年 11 月，公司于北京证券交易所上市。

图1：公司成立于 2002 年，2021 年被评为专精特新“小巨人”企业

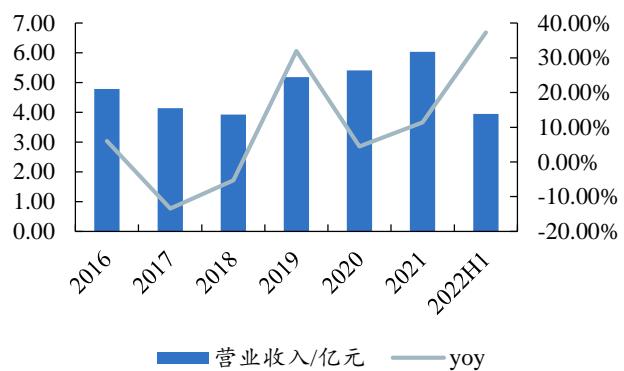


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.1、业务变化：市场需求增长，带动 2022H1 营收增长 37.31%

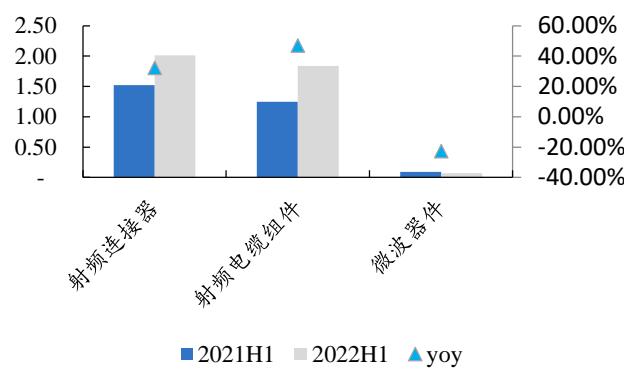
2022 年上半年，公司营业收入为 3.95 亿元，较上年同期增加 37.31%。按产品分类，射频连接器（2022H1 业务收入增长 32.29%，下同），射频电缆组件（+46.99%），微波器件（-22.55%）。2022H1 公司整体订单量和销售额较上年同期均有所增加，受客户需求影响，射频同轴连接器和电缆组件销售收入较上年同期增幅较大。微波元器件销售收入下降主要系微波元器件并非是公司主要产品，与公司长期合作过程中形成的客户粘性，为满足少量客户需求，会向参股公司富士达微波采购，2022H1 客户对微波元器件需求减少，使得此类产品较上年同期收入下降。

图2：2022H1 公司营收同比增长 37.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

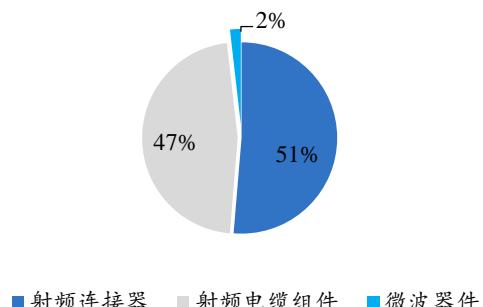
图3：2022H1 公司电缆组件营收增幅达 46.99%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从收入结构来看，其中射频同轴连接器(2022年上半年营收占比为 51%，下同)，射频电缆组件 (47%)，微波器件 (2%)。收入结构与 2021H1 相比差异不大。

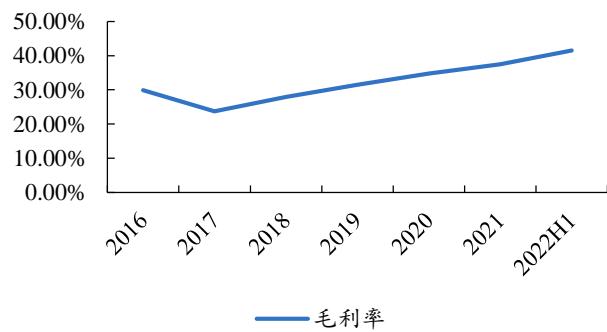
图4：2022H1 公司射频连接器占营收比例为 51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

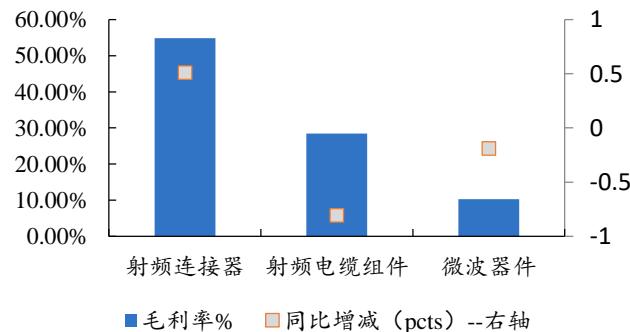
毛利率方面，2022 年上半年公司毛利率为 41.51%，(-0.3pcts，相比去年同期增减，下同)，与 2021H1 基本持平。细分业务上，射频同轴连接器 (+0.51pcts)，射频电缆组件 (-0.81pcts)，微波器件 (-0.19pcts)。

图5：2022H1 公司毛利率达到 41.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

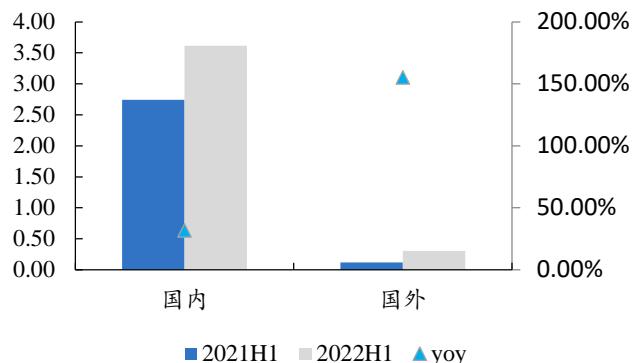
图6：2022H1 公司射频同轴连接器毛利率达到 54.85%



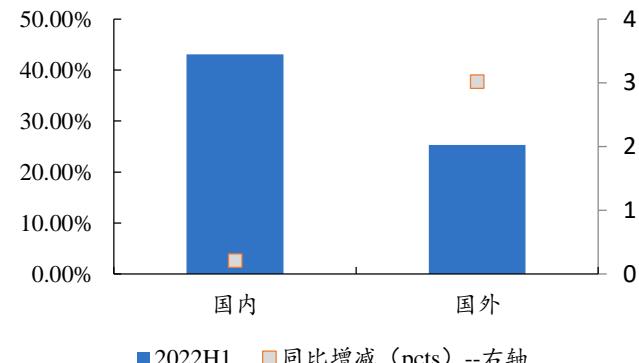
数据来源：Wind、开源证券研究所

按地区分，2022H1 国内营业收入 3.61 亿元，较上年同期增长 31.76%；国外营业收入 0.31 亿元，较上年同期增长 155.31%。国内市场销售收入增加主要是公司在不断深耕防务领域的同时，积极开拓通讯领域，下游通讯领域需求增加所致；国外

销售收入增加主要是国外销售规模扩大。2022H1 国内业务毛利率为 43.05%，比上年同期增加 0.21pcts；国外业务毛利率为 25.33%，比上年同期增加 3.02pcts。

**图7：2022H1 公司国外营收增长 155.31%（单位：亿元）**


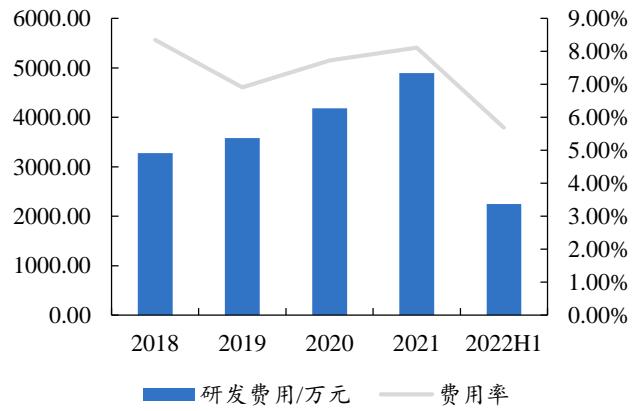
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2022H1 公司国内外收入毛利率比上期同期增加**


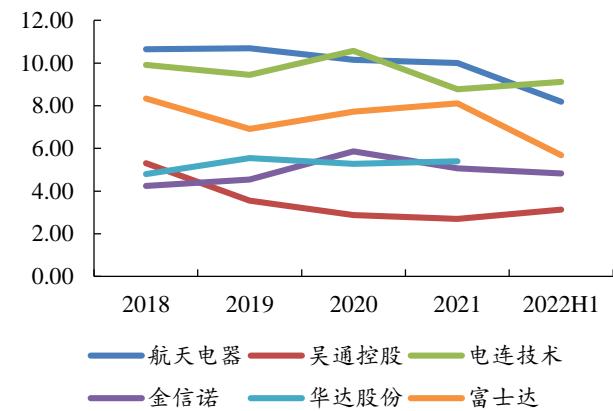
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、研发创新：累计发布 13 项 IEC 国际标准，2022H1 研发费用率 5.7%

2018-2021 年，公司研发费用分别为 3274.98 万元、3579.24 万元、4181.76 万元、4896.93 万元，研发费用率分别为 8.34%、6.91%、7.72%、8.12%。2022H1 公司研发费用为 2244.29 万元，研发费用率为 5.69%。公司研发费用呈现平稳上升趋势，但受营业收入变化影响，各年比例略有波动。2018-2021 年业内可比公司研发费用率均值分别为 6.98%、6.76%、6.95%、6.39%，公司研发费用率处于行业中上游水平。

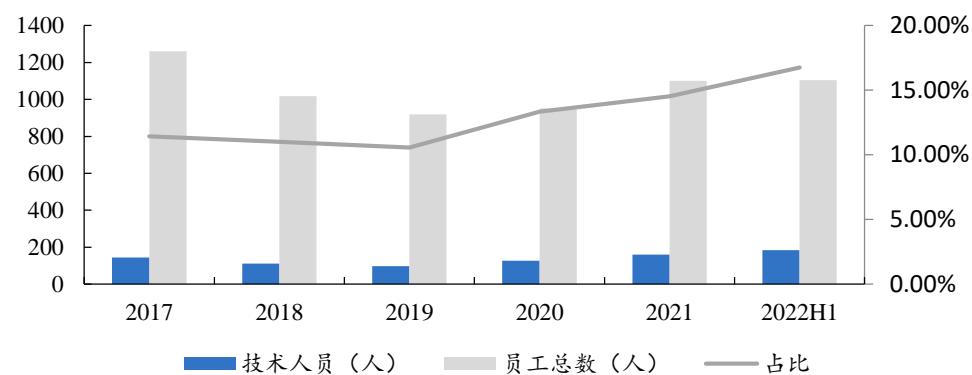
**图9：2022H1 公司研发费用达 2244.29 万元**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：公司研发费用率处于行业中上游水平 (%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：华达股份暂未披露 2022H1 数据

公司重视技术开发，不断加大技术前沿的研发力度。2017-2022H1 技术人员数量分别为 144 人、112 人、97 人、127 人、160 人、185 人，占总员工比例分别为 11.43%、11.00%、10.57%、13.34%、14.53%、16.76%，技术研发团队稳步扩大。

**图11：2017-2022H1 公司技术人员人数稳步增加**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司长期以来一直致力于技术创新，大力发展具有自主知识产权的核心技术。经过多年不懈的努力，现已掌握了射频同轴连接器设计、制造核心工艺技术，积累了丰富的电连接器特别是微型连接器的生产技术经验，公司主要核心技术居国内先进水平，部分达到了国际先进水平。截至2022年6月30日，公司拥有有效专利119项，其中发明专利10项、实用新型108项、外观专利1项；累计发布十三项IEC国际标准，是我国射频连接器行业拥有IEC国际标准最多的企业。

**表1：公司独创性技术已经申请获得实用新型专利**

序号	核心技术名称	对应专利	技术特点	对应产品
1	多通道连接器设计制造技术	ZL200910090122.3 插拔连接器及接头 /ZL2010206436505 射频多同轴高密度集束连接器/ZL201620793686.9 一种圆形集束防水快插型射频连接器	采用多射频通道集成技术，可以替代单通道连接器。具有快速连接、电性能优良结构可靠等特点。可广泛用于雷达、通信系统中。	L32/MQ4/MQ5 多射频通道连接器等
2	毫米波弯式可调节设计技术	ZL201620339003.2 一种阻抗可调节毫米波弯式射频同轴连接器	通过弯式连接器上设置的阻抗调节装置，实现弯式连接器阻抗不匹配段阻抗微调，从而实现连接器低回波损耗特性。	2.92/SMP/2.4 弯式连接器
3	板间互联系设计技术	ZL201721913094.7 射频用POGOPIN同轴连接器 ZL201920228798.3 一种自适应板间射频连接器	5G 通讯多收多发的特点，射频通道数量几何倍数增加，对成本要求极高。采用POGOPIN结构实现射频传输，成为5G时代低成本模块射频互联技术的主要方案。	POGOPIN
4	多通道射频电缆组件制造技术	ZL201320875812.1 集束电缆组件低压注塑护套	多根射频电缆组件集成1根，具有安装方便、集成化高等特点。通过对制造工艺的积累优化，掌握了射频电缆组件组装一致性好、电缆不变形、集成注塑等技术。	集束类电缆组件
5	轻量化宇航电缆设计技术	ZL201721393041.7 一种宇航用轻量化射频同轴电缆	外导体采用镀银芳纶丝替代镀银铜丝，减轻线缆重量，芳纶丝直径远小于铜丝，且弹性大，通过工艺改进最终编织成功。	轻量化宇航电缆
6	半刚电缆的轧纹工艺技术	ZL201720519559.4 一种带有轧纹结构的薄壁半刚型射频同轴电缆	常规半刚电缆外导体为光滑钢管，在高低温变化时容易出现涨缩现象，对电缆指标造成影响，采用半刚电缆外导体轧纹工艺，可以解决电缆的绝缘高低温收缩问题。	半刚电缆

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

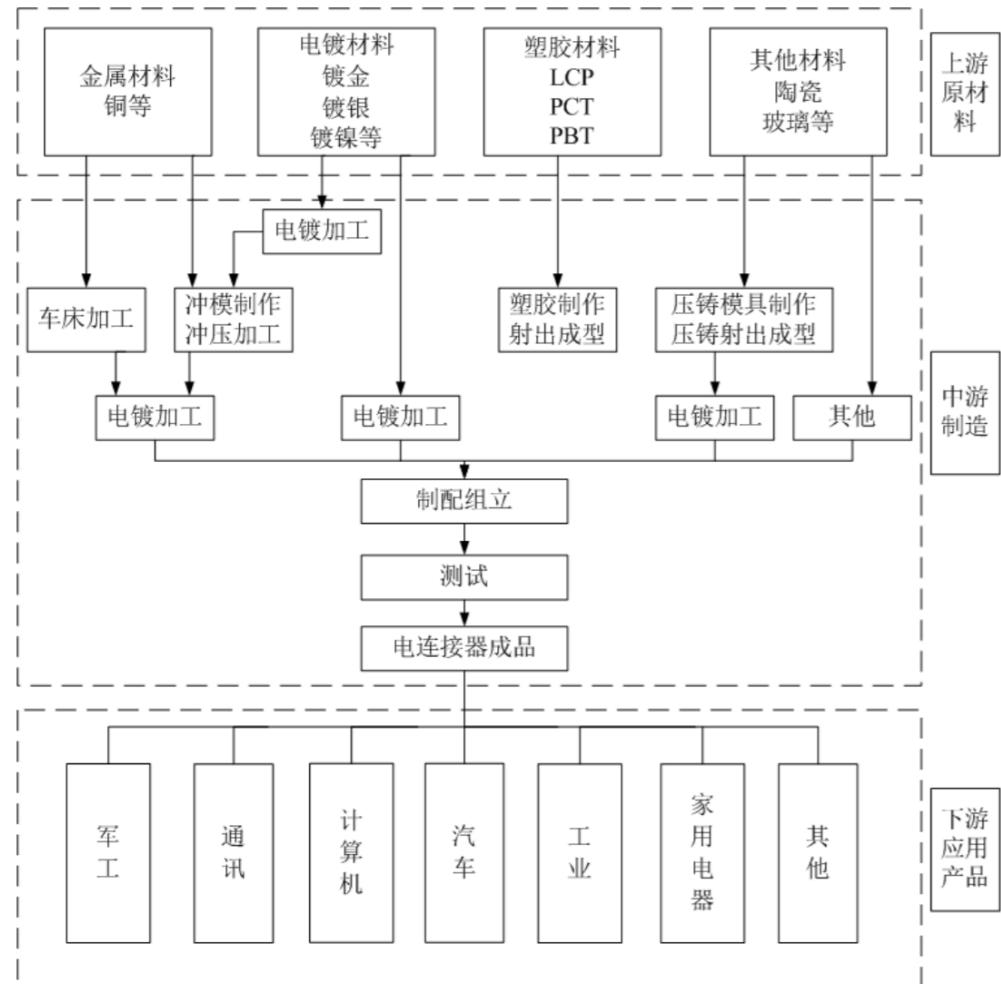
## 2、行业情况：预计 2018-2025 年我国射频连接器 CAGR 达 7%

### 2.1、行业现状：国内射频连接器行业起步较晚，厂商数量多但规模较小

连接器是一种借助电信号或光信号和机械力量的作用使电路或光通道接通、断开或转换的功能元件。依据传输信号类型的不同，连接器主要分为光连接器和电连接器。电连接器一般由三部分组成，即接触件、基座和外壳。接触件的作用是导通信号，一般所用材料为铜合金，具有优良的导电、导热性能及机械加工性能；基座的作用是支撑接触件并与外壳绝缘，一般所用材料为工程塑料，具有优良的电性能、质量轻、耐腐蚀性；外壳的作用是屏蔽及保护基座，所用材料比较多，有铜、铝及不锈钢等。电连接器是电子回路中连接的桥梁，是很多设备中的基础电子元件。电连接器已广泛应用于航空航天、武器装备、通讯、计算机、汽车、工业、消费电子等领域，现已发展成为电子信息基础产品的支柱产业之一。

整个连接器行业已经形成涉及电子材料制造业、连接器元件制造业、连接器终端电子产品制造业一整套庞大的连接器产业链，更与精密加工、设备制造、检测仪器等相关行业息息相关，构成整体的连接器产业链群。

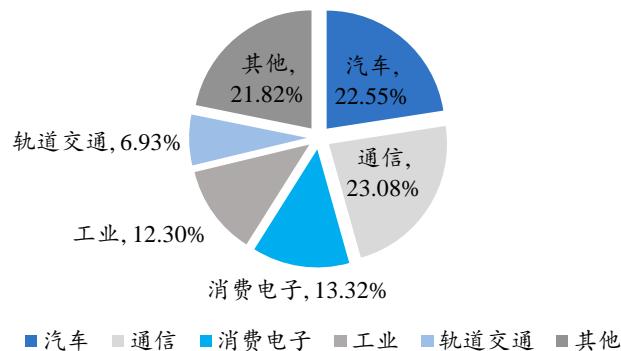
**图12：连接器产业链涉及电子材料、连接器元件、终端电子产品制造业**



资料来源：华达股份招股书

根据 Bishop & Associates2020 年统计数据，2020 年连接器下游应用中产值前五名分别为汽车（22.55%）、通信（23.08%）、消费电子（13.32%）、工业（12.3%）、轨道交通（6.93%）。

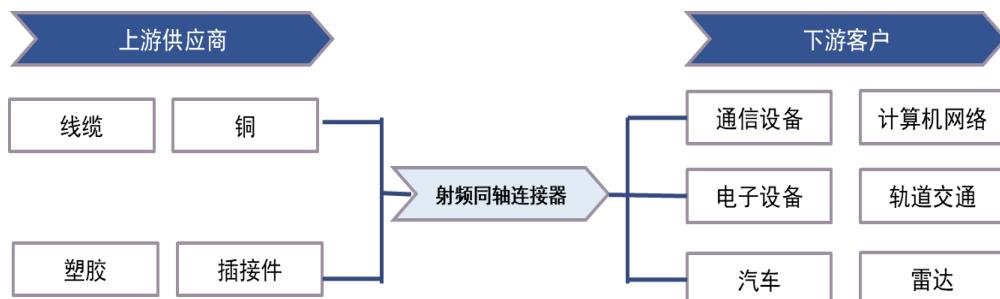
图13：2020 年通信行业占连接器领域的份额约 23.08%



数据来源：Bishop & Associate、开源证券研究所

公司主营的射频同轴连接器，属于网络覆盖设备，是微波传输系统中的重要连接元件，可连接的电路形式主要有射频电缆、微带电路和印制电路等，对它的性能要求和高频同轴传输线一样，要求反射小、损耗小、传输频带宽等。射频同轴连接器具备的良好宽带传输特性及多种方便的连接方式，使其在通信设备、武器系统、仪器仪表及家电产品中的运用越来越广泛。射频同轴连接器的上游主要包括线缆、铜、塑胶、插接件等原料供应商，下游客户主要分布在通信设备、计算机网络、电子设备、轨道交通、汽车电子、雷达等领域。

图14：射频同轴连接器下游应用覆盖通信、汽车等领域



资料来源：Wind、开源证券研究所

同其它电子组件相比，射频同轴连接器的发展历史较短，大致可以分为以下几个阶段。1930 年前后，出现了 UHF 连接器，这是最早的射频同轴连接器。第二次世界大战期间，由于战争急需，并伴随着雷达、电台和微波通信的发展，产生了 N、C、BNC、TNC 等中型系列的射频同轴连接器。1958 年前后，出现了 SMA、SMB、SMC 等小型化射频同轴连接器。1964 年前后，出台了美国军用标准 MIL-C-39012《射频同轴连接器总规范》，从此，射频同轴连接器开始向标准化、系列化、通用化方向发展。我国从上世纪 60 年代才开始由整机厂研制生产射频同轴连接器，经过漫长的探索过程，从上世纪 80 年代开始采用国际标准研制生产国际通用系列产品，主要以国营和集体企业为主，陆续出现一些民营、合资和外资企业。虽然目前国内射频同轴连接器生产厂家众多，但规模普遍不大。

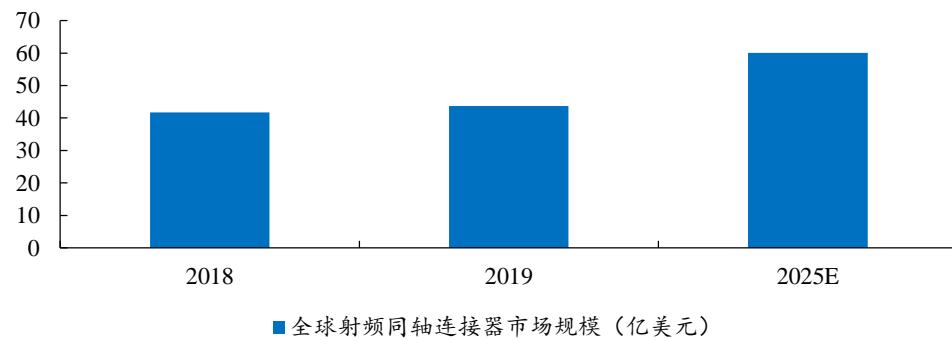
**图15：我国射频同轴连接器的发展起步晚于国际厂商**

1930年前后	二战期间	1958年前后	1964年前后	1980年后
• 生产出最早的射频同轴连接器 UHF 连接器	• 雷达、电台和微波通信发展迅速 • 生产出 N、C、BNC、TNC 等中型系列的射频同轴连接器	• 出现了 SMA、SMB、SMC 等小型化射频同轴连接器	• 出台美国军用标准 MIL-C-39012《射频同轴连接器总规范》  • 19世纪60年代开始，国内由整机厂开始研制生产射频同轴连接器	• 中国厂商开始采用国际标准研制生产国际通用系列产品

资料来源：Wind、开源证券研究所

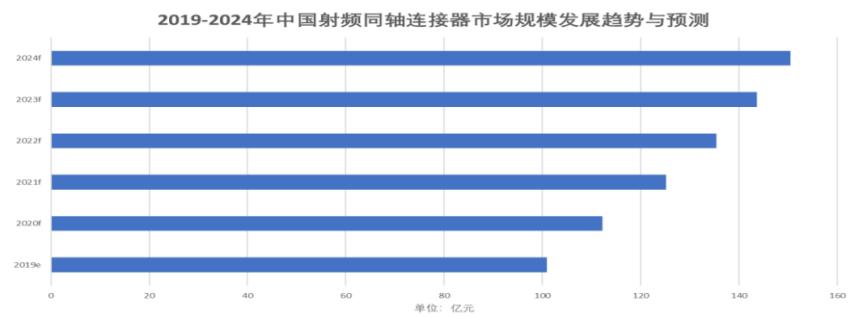
## 2.2、市场空间：预计 2024 年我国射频同轴连接器规模达 150 亿元

近年全球连接器生产力不断向中国转移，中国现已成为全球连接器的主要市场。射频同轴连接器应用范围愈加广阔，市场规模也保持增长。2018 年全球射频同轴连接器市场规模达到 41.7 亿美元，同比增长约 7% 左右。根据中国电子元件行业协会信息中心预计，受通信、军事等下游应用领域市场需求增长的影响，2019 年全球射频同轴连接器市场规模继续增长，达到 43.7 亿美元，增长幅度约为 4.8%，预计 2020 年受 5G 发展的影响，射频同轴连接器预计保持较高的增长速度，到 2025 年达到 60.1 亿美元，2018-2025 年年均增长幅度约为 5%。

**图16：预测 2025 年全球射频同轴连接器市场规模达 60.1 亿美元**


数据来源：富士达公开发行说明书、开源证券研究所

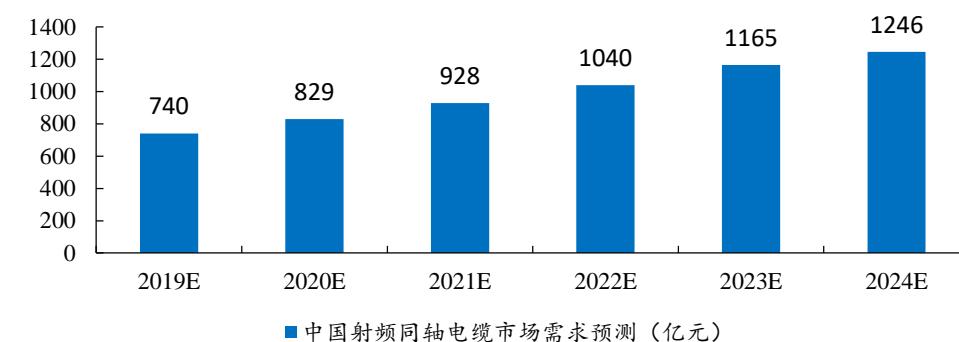
根据中国电子元件行业协会信息中心数据，到 2024 年，中国射频同轴连接器市场规模预计达到 150 亿元，2018-2025 年年均增长率约为 7.2%。

**图17：到 2024 年，中国射频同轴连接器市场规模预计达到 150 亿元**


数据来源：中国电子元件行业协会信息中心、富士达公开发行说明书

我国移动通信、国防电子、航空航天等行业快速发展，对射频同轴电缆的需求预期保持快速增长，随着下游行业对信号传输质量的要求不断提高，半柔、低损、微细、稳相等高端电缆产品的需求增长会更为明显。根据中国产业信息网的预测，**2024年中国射频同轴电缆的市场需求规模预计超过1,200亿元。**

**图18：2024年中国射频同轴电缆的市场需求规模预计超过1,200亿元**



数据来源：中国产业信息网、富士达公开发行说明书、开源证券研究所

随着国内通信产业的快速发展，各种通信设备向小型化、模块化、高频化等方向发展的趋势越来越明显，国内市场对于射频同轴连接器的需求量预期提升。同时，由于国内生产成本远低于国外，射频同轴连接器市场具有较大的进口替代效应，国内对低成本、高技术性能射频同轴连接器的需求有望大幅增加。

此外，近年来我国新能源汽车产业快速发展，未来随着5G通信、云计算等技术在新能源汽车产业的渗透不断加强，汽车智能化与网联化趋势不断发展融合，相关基础设施的建设亦会推动通信以及新能源连接器产品的叠加需求提升。

### 2.3、竞争格局：华达股份与公司直接可比，两者毛利率均位于行业高位

全球射频连接器厂商主要有安费诺、罗森博格和泰科电子等。安费诺创立于1932年，具有全面的产品线，成千上万种连接器产品应用于通信及信息处理领域、航空领域、防务领域、汽车领域、铁路领域及其它交通和通用工业领域等，是射频连接器和线束装配方面是领先的供应商。罗森博格创立于1958年，1967年开始射频同轴连接器的研发和生产，从此开始了以射频技术为主要业务的专业发展。目前Rosenberger已成为世界领先的射频同轴连接器制造商之一。泰科电子业务涉及航空航天及军标产品、汽车工业、通讯设备、计算机及消费电子、能源及公共事业、网络系统、通讯和外线设施等七个方面。

**表2：全球射频连接器厂商主要有安费诺、罗森博格和泰科电子等**

公司	基本情况
安费诺	创立于1932年，具有全面的产品线，成千上万种连接器产品应用于通信及信息处理领域、航空领域、防务领域、汽车领域、铁路领域及其它交通和通用工业领域等，是射频连接器和线束装配方面是领先的供应商。
罗森博格	创立于1958年，1967年开始射频同轴连接器的研发和生产，从此开始了以射频技术为主要业务的专业发展。目前Rosenberger已成为世界领先的射频同轴连接器制造商之一。
泰科电子	业务涉及航空航天及军标产品、汽车工业、通讯设备、计算机及消费电子、能源及公共事业、网络系统、通讯和外线设施等七个方面。

资料来源：Wind、开源证券研究所

目前国内专业从事射频连接器业务的上市公司较少，华达股份主要产品包括射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件三大类，与公司业务直接对标可比。除华达股份之外，国内相关领域的上市公司在光电连接器产品种类较广，涵盖射频连接器的厂商主要为航天电器、金信诺、吴通控股、电连技术。

**表3：国内主营射频连接器业务的上市公司较少，华达股份与公司业务对标**

公司	基本情况
航天电器	中国航天科工集团旗下的上市公司。在高端连接器、继电器、微特电机、光电、线缆组件、二次电源、控制组件和遥测系统等领域从事研制生产和技术服务，是国内集科研、生产于一体的电子元器件骨干企业之一。
吴通控股	公司专注于互联网和通信领域的技术研发与设备制造，主营业务有通信互连器件、移动通信终端设备、互联网信息服务三大类。通信互连器件包括射频连接器件、光纤连接器件及箱体设备、天线、无源器件等。
电连技术	专业从事微型电连接器及互连系统相关产品的技术研究、设计、制造和销售服务，产品广泛应用在以智能手机为代表的智能移动终端产品以及车联网终端、智能家电等新兴产品中。
金信诺	公司主导产品包括半柔电缆、低损电缆、稳相电缆、军标系列电缆、半刚电缆、轧纹电缆等，广泛应用于移动通信、微波通信、广播电视、隧道通信、通信终端、军用电子、航空航天等领域。
华达股份	前身为国营第八五三厂，经过 50 余年的科研生产实践，形成了射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件三大类产品，广泛应用于航空航天、武器装备、通讯等领域。

资料来源：Wind、开源证券研究所

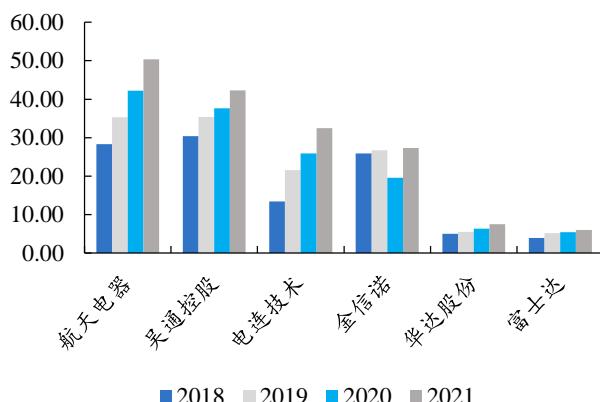
**表4：业内连接器厂商的产品侧重存在差异**

公司名称	射频连接器	射频线缆/组件	其他连接器	射频连接器市场地位
富士达	射频同轴连接器	射频同轴电缆/组件	-	射频同轴连接器领域龙头，专注射频连接器领域，产品型号丰富，是国内持有 IEC 国际标准最多的企业
航天电器	射频同轴连接器	射频同轴电缆/组件	光连接器/高速连接器/宇航/军用连接器等	航天市场龙头，航天市场占有率第一，航天/军用连接器覆盖各个兵种，提供多种不同类型连接器，但射频连接器领域仅提供两类产品
金信诺	射频同轴连接器	射频同轴电缆/组件	低频信号连接器/高速连接器/光连接器/电源连接器等	射频电缆领域龙头，天线射频 PCB、半柔射频线缆市场占有率为全球第一，是中国第一家同时主导制定线缆及连接器国际标准的企业，目前主要收入来自线缆领域，连接器在公司营收占比不到 5%
吴通控股	射频同轴连接器	射频同轴电缆/组件	光连接器等	全资子公司物联科技主要产品为射频同轴连接器，专注于通信领域连接技术，包括射频连接器/电缆、光连接器/光缆、天线
电连技术	微型/超小型射频连接器/射频开关连接器/标准射频同轴连接器(较少)	微型射频线缆组件/标准射频同轴电缆组件(较少)	精密微间距连接器(BTB/FPC)、高速数据信号连接器等	微型电连接器厂商，微型射频连接器已达到国际一流厂商同等技术水平
华达股份	射频同轴连接器/低频连接器	射频同轴电缆/组件	-	国内最早从事电连接器的生产商之一，在军用射频同轴连接器及电缆组件领域处于国内领先地位

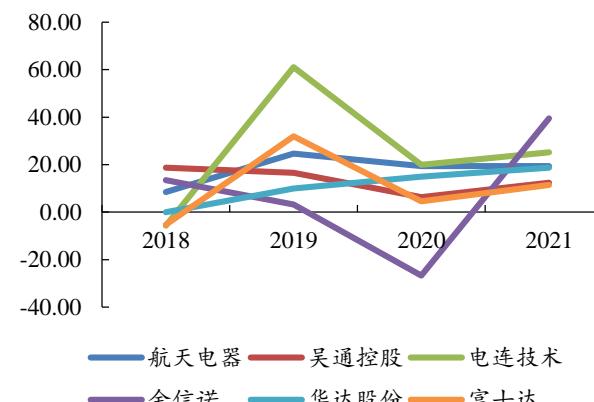
资料来源：Wind、开源证券研究所

**体量及成长型对比：**航天电器、吴通控股、电连技术、金信诺、华达股份、富

士达 2021 年的营收规模分别为 50.38 亿元、42.32 亿元、32.46 亿元、27.34 亿元、7.56 亿元、6.03 亿元，2018-2021 年 3 年营收 CAGR 分别为 21.14%、11.70%、34.25%、1.78%、14.48%、15.40%。整体而言，航天电器的营收规模存在优势，电连技术近 3 年的规模成长性出众；公司规模与业务直接可比的华达股份接近，成长性略高于华达股份。

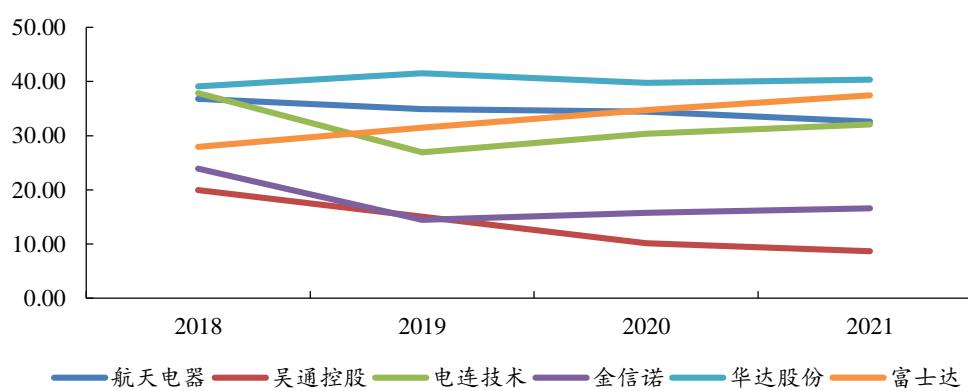
**图19：航天电器的营收规模存在优势（单位：亿元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图20：公司 3 年营收 CAGR 高于华达股份（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**毛利率对比：**航天电器、吴通控股、电连技术、金信诺、华达股份、富士达 2021 年的毛利率分别为 32.62%、8.66%、32.05%、16.58%、40.37%、37.48%。从 2018-2021 年的变化趋势可以看出，航天电器、吴通控股、电连技术、金信诺 4 家企业的毛利率水平较为波动，而由于产品结构的差异性，2021 年华达股份、富士达的毛利率高于业内其他企业。

**图21：2021 年华达股份、富士达的毛利率高于业内其他企业**


数据来源：Wind、开源证券研究所

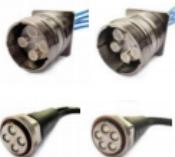
### 3、公司看点：依托 5G 需求精进技术，产能即将释放促增长

#### 3.1、国家需求：5G 通讯工程建设和国防需求促进公司新型元器件发展

公司作为 5G 新基建配套射频连接器核心供应商及重点防务配套企业，打破了我国高端射频连接器长期以来依赖进口的局面，在关键元器件国产化方面做出了突出贡献。公司目前是国内唯一一家取得航天五院认证的低损耗稳相电缆供应商，作为航天互连产品国产化配套的主力供应商，为卫星通讯、载人航天、外太空探测等领域提供配套。随着国内电子元器件制造业的发展和通讯行业及国家防务领域的需求，我国对国外电子元器件产品的依赖逐步显现。为了减少我国产业链终端受到国际形势的一系列影响，政府在形成产业链和供应量的问题上为国产化和自主替代提供了政策支持，国内电子元器件厂商作为通信行业和国家防务领域的上游供应商成为政策支持重点，未来市场前景广阔。根据《中国制造 2025》规划，包括通信行业在内的高科技行业面对的国际竞争形势逐渐不友好，迫使我国防务产品必须加快国产化策略。受国内外因素影响，我国防务产品配套零部件国产化趋势明显，军工企业和科研院所加大了对国产零部件的采购。

**2022H1，公司逐步扩大并巩固 5G 产品的配套优势，积极跟进 6G 未来需求及发展方向。同时不断巩固防务领域市场，深耕弹载、星载、机载等领域。公司进一步强化“技术引领市场”的策略，致力于为客户提供更满意的产品，在研发创新、产品质量、管理创新等方面齐头并进，同时通过以现有产品向新客户推广，提高现有产品的市场增量，并通过向现有客户拓展新产品，布局新的产品领域，实现稳固并提升现有市场占有率。2022H1，公司 5G 通信项目、宇航用连接器等多个重点项目取得突破进展，同时积极把握技术发展方向，调整考核导向，增进与市场的协同。我国正处于电子技术和电子产品更新换代的关键时期，国家为提高信息化装备和系统集成能力，大力支持我国新型元器件的发展。受 5G 通讯工程建设和国防需求的增加，未来长期内，我国电信运营行业固定资产投资有望依旧处于高位稳步增长。公司 5G 技术储备相关的产品包括：多通道射频连接器：MQ4、MQ5 系列产品，低成本板间互联技术，PogoPin 射频连接器。**

**表5：公司为 5G 技术储备了相关的产品**

产品	产品图	功能
多通道射频同轴连接器		MQ4、MQ5 多通道射频连接器是我司与华为、中国移动联合开发的适用于 FDD-LTE 天线设备的连接器，其典型特征为具备快速锁紧以及螺纹连接两种连接机构、占用空间小、电气性能优越、环境适应性强、安装快捷等特点，市场前景广阔。
低成本板间连接器		该产品采用钣金冲压结合嵌件注塑工艺制造，与传统机加工工艺相比成本更低，更适合大批量生产。
射频板间 PogoPin		PogoPin 产品是一种新型的板间射频连接器，该产品的特点是容差大，成本低，板间应用灵活方便，性能优良、稳定，该系列产品为大容差、多通道射频应用环境提供了良好的解决方案。

资料来源：公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

14 / 19

### 3.2、募投情况：基地二期项目于7月建设完成，预计2023年释放产能

据公司招股说明书披露，公司公开发行股份募集资金扣除发行费用后，拟投资于“中航富士达产业基地项目（二期）”。本项目由公司负责实施，项目总投资30,669万元，其中拟使用募集资金30,669万元。本次募集资金投入项目系中航富士达产业基地的二期建设项目，主要建设内容为使用一期项目建设预留土地进行生产厂区建设并购买相应生产设备。经测算，本项目建成达产后年实现销售收入为50,000万元，达产年利润总额为7,423万元。通过实施本次募投项目预期进一步扩大公司射频同轴连接器及射频同轴线缆组件等核心产品产能，增强公司在通讯以及防务领域竞争力，扩大市场份额。公司本次募集资金投资项目符合国家产业政策和行业发展趋势，本项目实施有望提升公司资本实力，有利于巩固和提高公司的行业地位和市场影响力。

**表6：募集资金将用于建设“中航富士达产业基地项目（二期）”**

项目名称	项目建设周期	项目总投资（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	募集资金使用比例
中航富士达产业基地项目（二期）	2年	30,669	30,669	100%
合计		30,669	30,669	100%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2022年上半年用于基地项目（二期）支出30,828,483.63元。截至2022年6月30日募集资金专户累计共使用154,570,827.82元，其中用于基地项目（二期）支出84,570,827.82元。**2022H1**，富士达产业基地建设进展按期进行，富士达产业基地一期已于上半年陆续投产，公司产能得到快速提升。富士达产业基地二期项目（募投项目）已于7月建设完成，目前进行生产环境改造阶段，预计2022年年底具备投产条件，在2023年逐步释放产能。

## 4、盈利预测与投资建议

公司以射频同轴连接器为核心，依托电缆、微波器件等产品，提供一体化解决方案，在国内通讯行业占据优势地位。公司背靠中国航天集团，以通信、军工电子为切入点，逐步扩展航天、航空、舰船、医疗电子等应用领域，营收规模持续增长。随着公司前期募投资金项目的有效推进，将会逐步释放公司产能，带动公司业绩稳步提升。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为1.48/1.87/2.34亿元，对应EPS分别为0.79/1.00/1.24元/股，对应当前股价的PE分别为19.5/15.4/12.3倍。近年来民用通讯市场逐渐回暖以及国家防务配套需求持续增长，公司业务具备较大的上涨空间。此外，公司的可比公司对应2022年PE均值46X，公司估值水平较可比公司估值均值比较低，首次覆盖给予“买入”评级。

**表7：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）**

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
航天电器	002025.SZ	72.53	328.32	1.43	1.89	2.45	50.69	38.46	29.60
电连技术	300679.SZ	46.90	197.99	1.12	1.5	1.93	42.03	31.18	24.28
		均值	263.15				46.36	34.82	26.94
富士达	835640.BJ	16.00	30.04	0.79	1.00	1.24	19.50	15.40	12.30

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自Wind一致预测 收盘日为20220905）

## 5、风险提示

下游行业需求变化的风险、应收账款金额较大的风险

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	765	731	917	1053	1302	<b>营业收入</b>	541	603	772	960	1180
现金	278	149	154	154	165	营业成本	353	377	480	595	729
应收票据及应收账款	358	485	617	727	921	营业税金及附加	3	5	7	8	10
其他应收款	2	2	3	3	4	营业费用	17	20	23	28	34
预付账款	2	1	2	2	3	管理费用	45	50	54	66	81
存货	94	87	136	161	203	研发费用	42	49	54	66	81
其他流动资产	31	6	5	5	5	财务费用	3	3	6	9	12
<b>非流动资产</b>	245	378	428	489	558	资产减值损失	-0	-2	-1	-2	-2
长期投资	12	13	14	15	16	其他收益	6	24	12	14	17
固定资产	88	96	163	224	282	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	13	14	15	16	17	投资净收益	3	3	2	3	3
其他非流动资产	131	256	237	234	243	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1010	1109	1345	1542	1860	<b>营业利润</b>	82	116	172	217	269
<b>流动负债</b>	416	393	506	550	665	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	25	20	69	113	136	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	287	308	335	367	397	<b>利润总额</b>	83	116	172	217	269
其他流动负债	104	65	103	70	132	所得税	7	7	11	14	17
<b>非流动负债</b>	15	52	52	51	51	<b>净利润</b>	75	108	161	203	252
长期借款	0	5	5	5	4	少数股东损益	7	6	13	16	18
其他非流动负债	15	47	47	47	47	<b>归属母公司净利润</b>	68	102	148	187	234
<b>负债合计</b>	430	445	558	602	716	EBITDA	92	129	188	244	307
少数股东权益	22	23	36	52	70	EPS(元)	0.36	0.54	0.79	1.00	1.24
股本	94	188	188	188	188	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	232	147	147	147	147	<b>成长能力</b>					
留存收益	233	306	404	527	682	营业收入(%)	4.5	11.4	27.9	24.5	22.9
<b>归属母公司股东权益</b>	558	641	751	888	1074	营业利润(%)	16.4	40.7	48.1	26.0	24.4
<b>负债和股东权益</b>	1010	1109	1345	1542	1860	归属于母公司净利润(%)	17.5	48.9	44.7	26.7	24.9
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	34.8	37.5	37.8	38.0	38.2
						净利率(%)	13.9	17.9	20.8	21.1	21.3
						ROE(%)	13.0	16.3	20.4	21.6	22.0
						ROIC(%)	22.1	19.7	23.1	23.3	23.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	42.6	40.1	41.5	39.0	38.5
						净负债比率(%)	-36.6	-12.1	-4.5	1.0	1.8
						流动比率	1.8	1.9	1.8	1.9	2.0
						速动比率	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
						应付账款周转率	3.1	2.5	2.6	3.0	3.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.54	0.79	1.00	1.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.07	0.34	0.51	0.79
						每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.42	4.00	4.73	5.72
						<b>估值比率</b>					
						P/E	42.1	28.3	19.5	15.4	12.3
						P/B	5.2	4.5	3.8	3.2	2.7
						EV/EBITDA	29.2	21.9	15.3	12.1	9.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn