

我们首次覆盖电连接器及互连产品老牌厂商：陕西华达 (301517.SZ)，给予“推荐”评级，主要理由如下：

➤ **前身为国营第 853 厂；深耕连接器五十余年。** 1) 1966 年，公司前身陕西华达无线电器材厂（国营第 853 厂）在陕西省洛南县卫东镇成立，作为国有三线军工企业专业从事电连接器的研究开发与生产业务。2) 2023 年，公司在深交所创业板上市，募资 6.5 亿元主要用于建设“卫星互联高可靠连接系统产业化项目”，旨在提高公司 5G 通讯及卫星互联网用连接器及电缆组件的生产过程控制、机械加工、自动化装配及检测试验的能力。公司经过五十余年的科研生产实践，历经“集中设计、七专高可靠、贯彻国军标、宇高工程科研攻关”等历史阶段，努力创建“国内一流、国际知名”连接器企业。

➤ **营收/利润稳步增长；募投扩产打开发展空间。** 1) 2018~2023 年，公司营收由 5.0 亿元逐年增长至 8.5 亿元，CAGR=11.1%；归母净利润由 0.39 亿元增长至 0.79 亿元，CAGR=14.9%。2023 年，在行业整体调整的情况下，公司归母净利润仍实现快速增长，同比增长 22.0%至 0.79 亿元。2) 公司营收主要来自射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、低频连接器的销售，2023 年三大类产品合计占总营收比为 92%。公司主要产品结构较为稳定，毛利率波动较小，2023 年综合毛利率为 40.2%，盈利能力持续较强。3) 公司主营产品基本处于满产状态，募投项目实施后，公司产能将大幅增加，进一步打开公司的发展空间。

➤ **集成化是发展趋势；相控阵雷达、卫星等新兴领域未来可期。** 1) 中国连接器行业市场规模不断增长，已经成为世界上最大的连接器生产基地。其中防务市场受益于信息化建设进程的加速，下游需求快速增长，高于连接器行业增速。2) 伴随电连接器的集成技术逐渐成熟，集成化的电连接器需求将成为未来发展的趋势，集成大功率、小功率及多种信号控制的一体化需求将会逐渐增多。3) 公司军品级电连接器及互连产品应用在各类特种装备中，尤其是在各类相控阵雷达系统中大量应用，有望充分受益于相控阵雷达渗透率的提升。4) 公司高可靠等级电连接器及互连产品应用在国家各类重点航天器项目中，公司前瞻性把握卫星互联网产业发展机遇，未来将充分受益于卫星互联网产业的加速建设。

➤ **投资建议：**公司主营电连接器及互连产品，前身为国营第 853 厂，经过五十余年科研生产实践，布局射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件三大类产品，同时围绕产业发展趋势继续深耕卫星、相控阵等新兴领域。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别是 0.99 亿元、1.22 亿元、1.48 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别是 54x/44x/36x。我们考虑到公司传统业务的发展空间及新业务的加快布局，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目建设不及预期、产品研发不及预期、下游需求不及预期等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	851	1,023	1,228	1,474
增长率 (%)	6.1	20.1	20.1	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	79	99	122	148
增长率 (%)	22.0	25.1	23.5	21.6
每股收益 (元)	0.73	0.91	1.13	1.37
PE	68	54	44	36
PB	4.0	3.8	3.5	3.2

资料来源：Wind, ifind, 民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价)

**推荐**

首次评级

当前价格：

49.45 元


**分析师 尹会伟**

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

**分析师 孔厚融**

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

**分析师 赵博轩**

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

**研究助理 冯鑫**

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin\_yj@mszq.com

# 目录

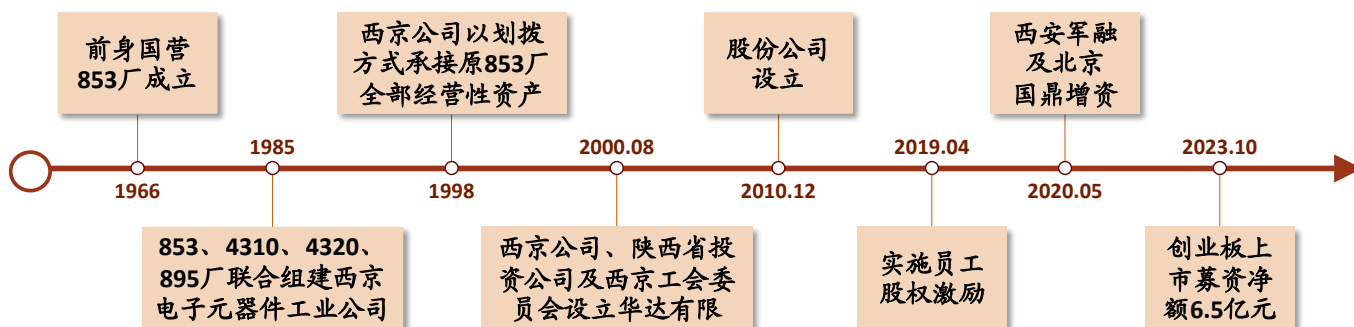
<b>1 电连接器及互连产品科研生产大型骨干企业</b>	<b>3</b>
1.1 前身为国营第 853 厂；深耕连接器五十余年	3
1.2 营收/利润稳步增长；持续加大研发投入	5
<b>2 受益于装备信息化发展及卫星互联网建设提速</b>	<b>8</b>
2.1 通信为连接器最主要应用领域；中国是全球最大的市场	8
2.2 连接器制造企业主要分布在广东、江浙等	10
2.3 防务市场快速增长；头部企业集中度提升	11
2.4 卫星互联网等产业快速发展牵引连接器需求	12
<b>3 客户优质粘性强；募投扩产把握产业发展</b>	<b>14</b>
3.1 射频同轴连接器贡献最主要营收	14
3.2 主营产品处于满负荷生产状态	15
3.3 下游客户优质稳定且粘性强	17
3.4 IPO 募投扩产打开卫星配套成长空间	18
<b>4 同业比较：规模相对较小；净利率有提升空间</b>	<b>19</b>
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 估值分析与投资建议	24
<b>6 风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>27</b>
<b>表格目录</b>	<b>28</b>

# 1 电连接器及互连产品科研生产大型骨干企业

## 1.1 前身为国营第 853 厂；深耕连接器五十余年

努力创建“国内一流、国际知名”连接器企业。1) 1966 年，公司前身陕西华达无线电器材厂（国营第 853 厂）在陕西省洛南县成立，作为国有三线军工企业专业从事电连接器的研究开发与生产业务。2) 1985 年，853 厂、4310 厂、4320 厂、895 厂四个主体联合组建“西安西京电子元器件工业公司”，后于 1992 年更名为“西京电气总公司”。3) 1998 年，西京公司对 853 厂进行重组，实施经营生产一体化改制，以划拨方式承接原 853 厂全部经营性资产。4) 2000 年，西京公司以原 853 厂全部经营性资产为基础，和陕西省投资公司、西京职工持股会（由西京工会委员会代持出资）共同设立“陕西华达科技有限公司”。5) 2010 年，“陕西华达科技股份有限公司”设立，创联集团持股 58.33%；陕产投持股 41.67%。6) 2023 年，公司在深交所创业板上市。公司经过五十余年的科研生产实践，历经“集中设计、七专高可靠、贯彻国军标、宇高工程科研攻关”等历史阶段，努力创建“国内一流、国际知名”连接器企业。

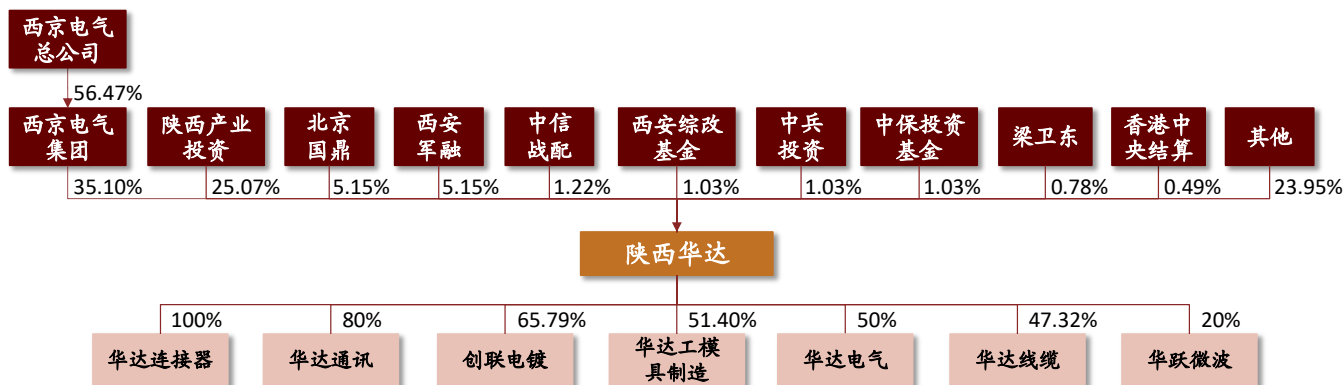
图1：发展历程：深耕行业五十余年；努力创建“国内一流、国际知名”连接器企业



资料来源：陕西华达招股书，民生证券研究院

实控人陕西省国资委持股 35.10%。截至 2023 年 12 月 31 日，陕西省国资委通过控制陕西电子西京电气集团有限公司间接控制公司 35.10% 股权，为公司的实际控制人。公司共有 6 家控股子公司及 1 家参股子公司：1) 华达连接器（公司持股 100%）：销售连接器相关产品；2) 华达通讯（公司持股 80%）：主营通讯领域射频同轴连接器、电缆组件等，为公司主营业务组成部分；3) 创联电镀（公司持股 65.79%）：主营电镀业务，为公司主营业务重要工序环节，部分对外提供服务；4) 华达工模具制造（公司持股 51.40%）：主营各类电连接器，为公司主营业务补充；5) 华达电气（公司持股 50%）：主营低频连接器研发、生产和销售业务，为公司主营业务组成部分；6) 华达线缆（公司持股 47.32%）：主营电缆、低频连接器等研发、生产和销售，为公司主营业务组成部分；7) 华跃微波（公司持股 20%）：主营微波组件等，为公司主营业务的延展。

图2：股权结构：实控人为陕西省国资委，合计持股 35.10%



资料来源：ifind，民生证券研究院 注：数据统计截至 2023 年 12 月 31 日；西京电气总公司现隶属于陕西省国资委，为陕西电子信息集团重要成员企业

主营产品：射频同轴连接器、低频连接器及射频同轴电缆组件。1) 射频同轴连接器：

使用频率在 100MHz~300GHz，装接在电缆上或安装在仪器上，通过插头和插座的机械啮合和分离实现传输系统的电气连接和分离功能。2) 低频连接器：频率低于 100MHz，区别于射频同轴连接器，低频连接器大部分是多芯的。公司重点向高密度、小型化、抗干扰、集成化等方向发展该产品。3) 射频同轴电缆组件：是射频连接器的集成化发展升级，用于系统间传输射频和微波信号。

图3：核心产品：主营射频同轴连接器、低频连接器及射频同轴电缆组件三大类产品

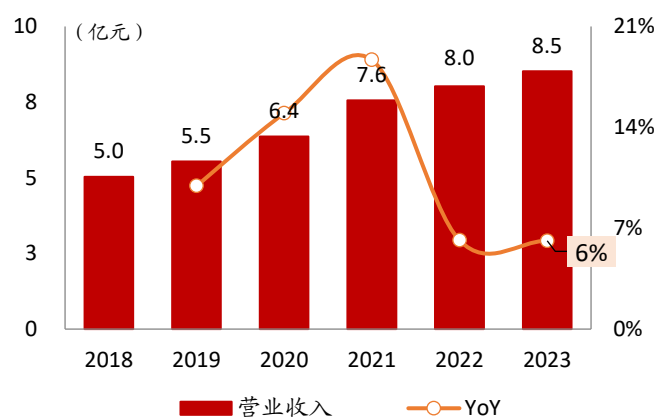
业务板块	产品分类	细分产品	产品特点	产品外形
射频同轴连接器 (2023年营收占比42%)	螺纹锁紧式连接器 推入锁紧式连接器	螺纹式	通过螺纹锁紧实现产品互连，可靠性高、抗振动及冲击性强	
		推入式	具有连接迅速、占用空间小、轴向和径向上有一定适配量等特点，适用于印制板、机箱、机柜间的高密度垂直互连	
		卡口式	具有连接迅速快捷的特点，主要应用于需要快速插拔或频繁拆卸的环境	
低频连接器 (2023年营收占比16%)	微矩形连接器	微矩形连接器	具有体积小、重量轻、可靠性高等特点。目前公司1mm、0.75mm间距微矩形连接器处于行业先进地位	
		圆形连接器	基本形状为圆柱形并具有圆形插合面，具有快速插拔、耐环境、密封性好、体积小和质量轻等特点	
	通用连接器	印制电路连接器	连接固定印制线路板，接触件主要为双曲面线簧插孔	
		特种连接器	根据用户特殊需求定制开发的特殊结构或功能的电连接器，按不同功能分为高压、大功率、弹簧针连接器等	
	集成连接器	高低频混装连接器	将高频、低频连接器混装在圆形或矩形壳体内，通过集成减少设备外设端口的设置和设备连线，一次插合即可实现高、低频多路信号的接通，大幅提高设备利用空间	
射频同轴电缆组件 (2023年营收占比35%)	柔性电缆组件 半柔电缆组件 半硬电缆组件	普通、低损耗稳相柔性电缆组件	具有低损耗、使用频率范围宽等特点，主要用于系统模块间射频信号的互连	
		普通、带护套半柔电缆组件	具有使用频率高、屏蔽效率高、相位稳定、易于成型等特点，主要用于机箱、机柜及系统模块间射频信号的互连	
		普通、低损耗半硬电缆组件	具有使用频率高、屏蔽效率高、相位稳定、成型后不易变形等特点，主要用于机箱、机柜及系统模块间射频信号的互连	

资料来源：陕西华达招股书，公司公告，民生证券研究院

## 1.2 营收/利润稳步增长；持续加大研发投入

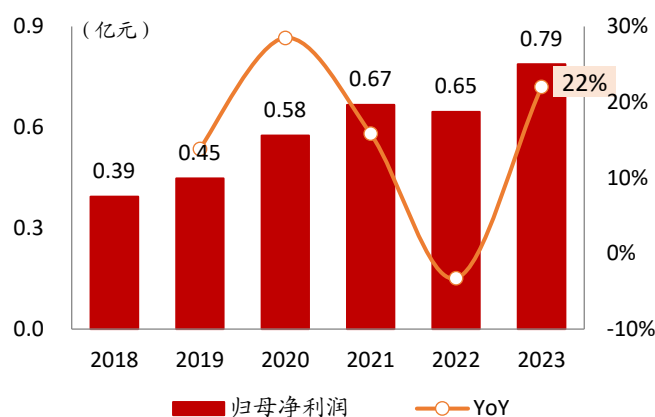
**营收和归母净利润稳步增长。**1) **营收端**：2018~2023年，公司营收由5.0亿元逐年增长至8.5亿元，CAGR=11.1%。2023年，在行业整体调整的情况下，公司营收仍实现增长，营收同比增长6.1%至8.5亿元。2) **利润端**：2018~2023年，公司归母净利润由0.39亿元增长至0.79亿元，CAGR=14.9%。2023年，在行业整体调整的情况下，公司归母净利润仍实现快速增长，同比增长22.0%至0.79亿元。

图4：2018~2023年营业收入及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

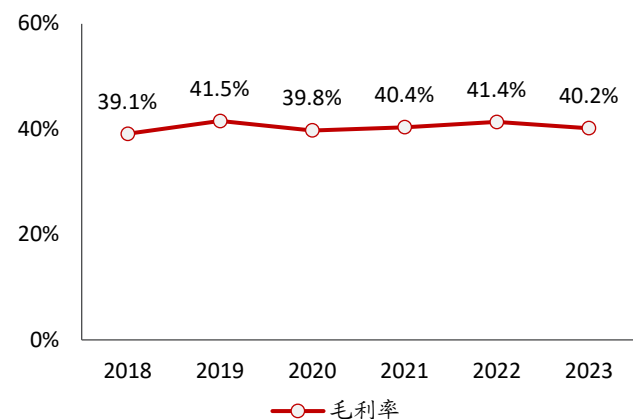
图5：2018~2023年归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

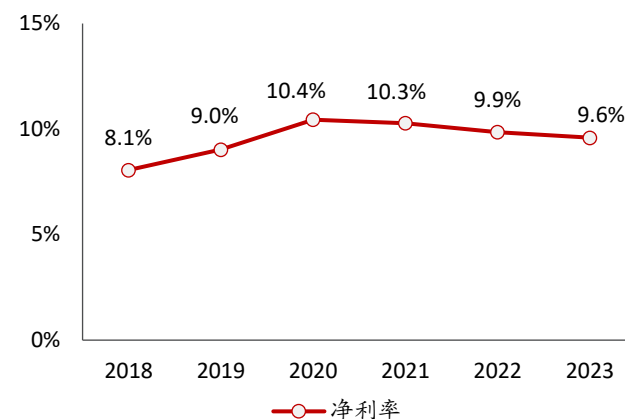
**盈利水平总体保持稳定。**1) **毛利率**：2018~2023年，公司毛利率在39.1%~41.5%区间内波动，公司各类主要产品收入占比稳定，产品结构未发生重大变化，毛利率波动较小，保持了较高的利润率水平。2) **净利率**：2018~2023年，公司净利率在8.1%~10.4%区间内波动。

图6：2018~2023年毛利率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

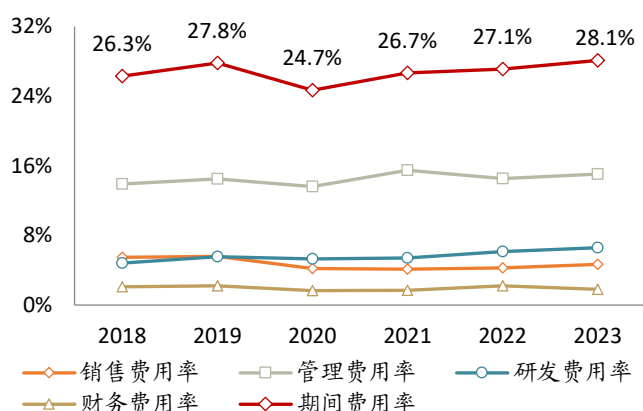
图7：2018~2023年净利率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

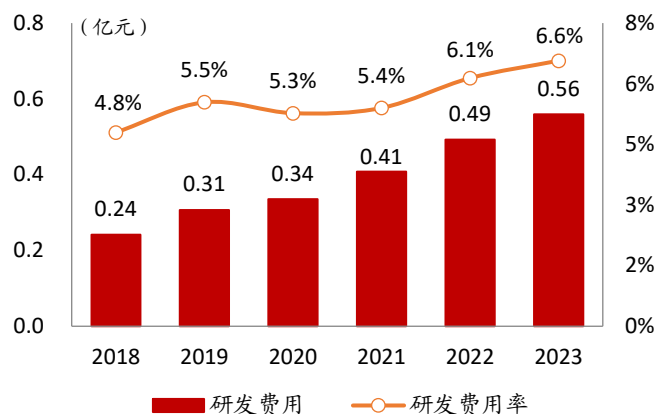
**期间费用率总体稳定；持续加大研发投入。** 1) 期间费用率：2018~2023年，公司期间费用率在 24.7%~28.1% 区间内波动，总体稳定。其中，销售费用率及财务费用率总体较低；管理费用主要由职工薪酬、折旧费、质量成本等组成，平均在 14.5%。2) 研发费用及研发费用率：公司研发费用主要由职工薪酬和材料费构成，总体稳中有升，公司不断加大研发投入，加强技术研发和创新，提升竞争力。2023年，公司研发费用同比增长 13.6% 至 5594.6 万元；研发费用率同比增加 0.43ppt 至 6.6%。公司强化科技引领作用，加大对产品的研发投入。

图8：2018~2023年期间费用率及趋势



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

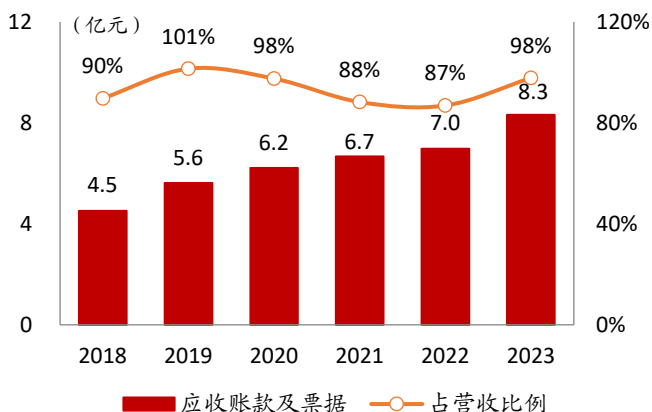
图9：2018~2023年研发费用及研发费用率



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

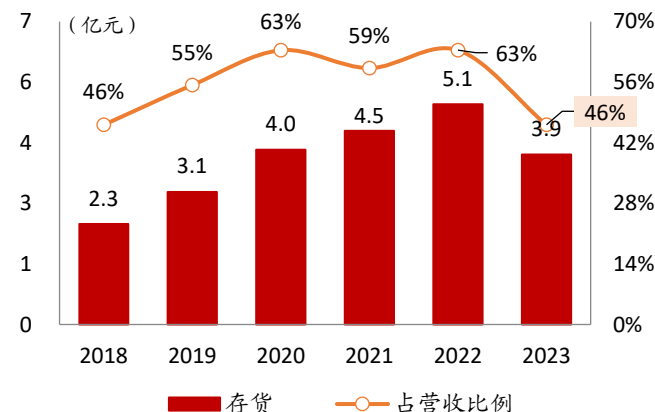
**应收与存货规模持续增长。** 1) 应收账款及票据：2018~2023年，公司应收账款及票据规模逐年提升，平均占比营收 94%。截至 2023 年末，公司应收账款及票据为 8.3 亿元。2) 存货：2018~2022 年，公司存货规模逐年提升；2023 年，公司加大市场开发力度，加强库存管理，存货有所减少。2018~2023 年，存货平均占比营收 56%。截至 2023 年末，公司存货为 3.9 亿元，其中，60%为在产品；17%为发出商品；16%为库存商品；7%为原材料。

图10：2018~2023年应收账款及票据及占营收比例



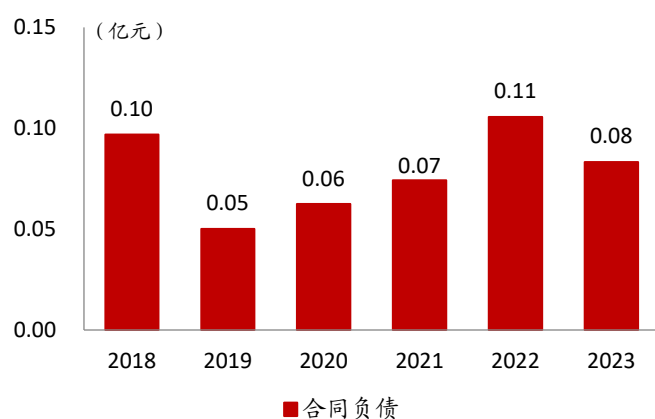
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图11：2018~2023年存货及占营收比例

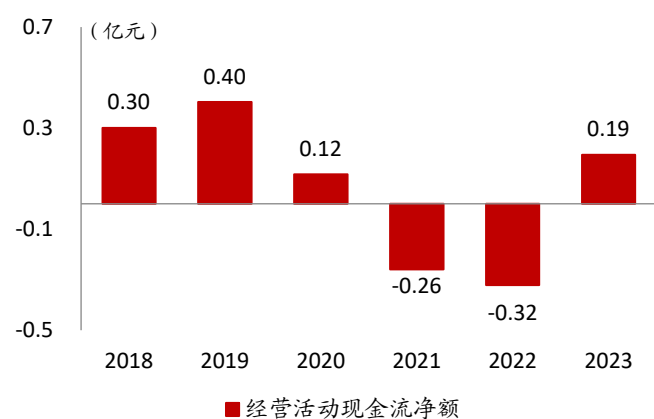


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

**2023 年经营活动净现金流转正。**1) **合同负债**：公司预收款项、合同负债和其他流动负债待转销项税全部为向客户预收的货款，占总负债的比重较低。截至 2023 年末，公司合同负债为 832.5 万元。2) **经营活动现金流净额**：公司经营活动产生的现金流量净额有一定波动，2021 年净额为负，主要系随着营收规模增长，采购款支付较多所致；2022 年持续为负主要系随着营收规模增长，支付的人工和税费支出较多所致；2023 年客户现金回款同比增加，经营活动现金流净流入。

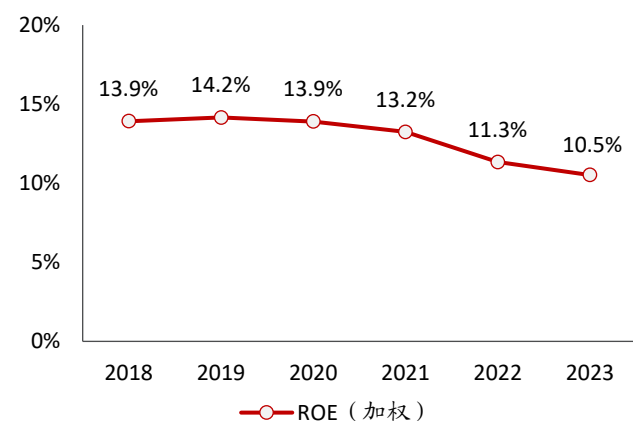
**图12：2018~2023 年合同负债**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：2019 年及之前列示为预收款项

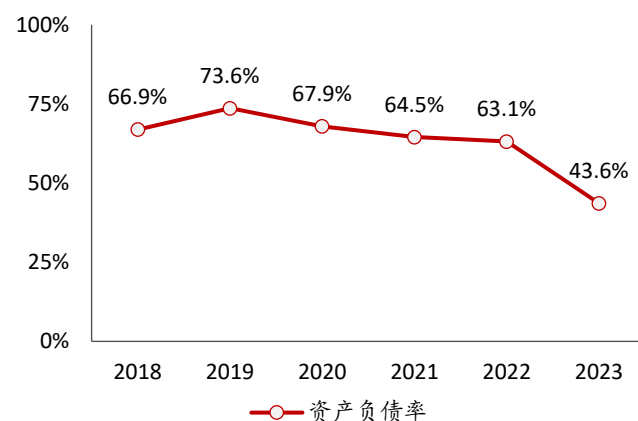
**图13：2018~2023 年经营活动现金流净额**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

**募资到位，ROE 及资产负债率呈下降趋势。**1) **ROE**：发行后公司净资产大幅增加，由于募集资金投资项目具有一定的建设周期，且项目产生效益尚需一段时间，公司 ROE 出现一定幅度的下滑。2) **资产负债率**：2019~2023 年，公司资产负债率呈逐年下降趋势；随着募集资金的到位，公司资产负债率有所下降。

**图14：2018~2023 年 ROE 及趋势**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

**图15：2018~2023 年资产负债率及趋势**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

## 2 受益于装备信息化发展及卫星互联网建设提速

### 2.1 通信为连接器最主要应用领域;中国是全球最大的市场

**电连接器是电子回路中连接的桥梁。**连接器是一种借助电/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主要分为电连接器、光连接器和流体连接器。陕西华达主营产品属电连接器类别。电连接器一般由接触件、基座和外壳组成,按照频率可分为低频、高频和滤波连接器。**1) 接触件:**用于导通信号,所用材料一般为铜合金,具有优良的导电、导热性能及机械加工性能;**2) 基座:**用于支撑接触件并与外壳绝缘,所用材料一般为工程塑料,具有优良的电性能、质量轻、耐腐蚀性;**3) 外壳:**用于屏蔽及保护基座,所用材料较多,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,已广泛应用于航空航天、特种装备、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。

图16: 连接器分类: 主要分为电连接器、光连接器和流体连接器

产品	类别	功能	应用领域
电连接器	低频连接器	用作器件、组件、设备、系统之间的电信号或光信号连接,传输信号或电磁量,保持系统与系统之间不发生信号失真和能量损失的变化	广泛应用于航空航天、军工、通讯、交通、电力、医疗等领域
	高频连接器	连接微波传输电路	一泛应用于航空航天、军用设备、仪器及民用微波、通信等领域
	滤波连接器	具备普通连接器的所有功能、且兼具抑制电磁干扰的特性	广泛应用于通讯、网络、军事、航空航天、医疗等领域
光连接器		用于连接两根光纤或光场形成连续光通路的可以重复使用的无源器件	泛应用在光纤传输线路,光纤配线架和光纤测试仪器,仪表中
流体连接器		用于液体冷却系统环路中各部件间的快速连接和断开,是液冷散热系统中的需要元件之一	广泛应用于航空、航天等军工防务领域以及数据中心、医疗设备等高端制造领域

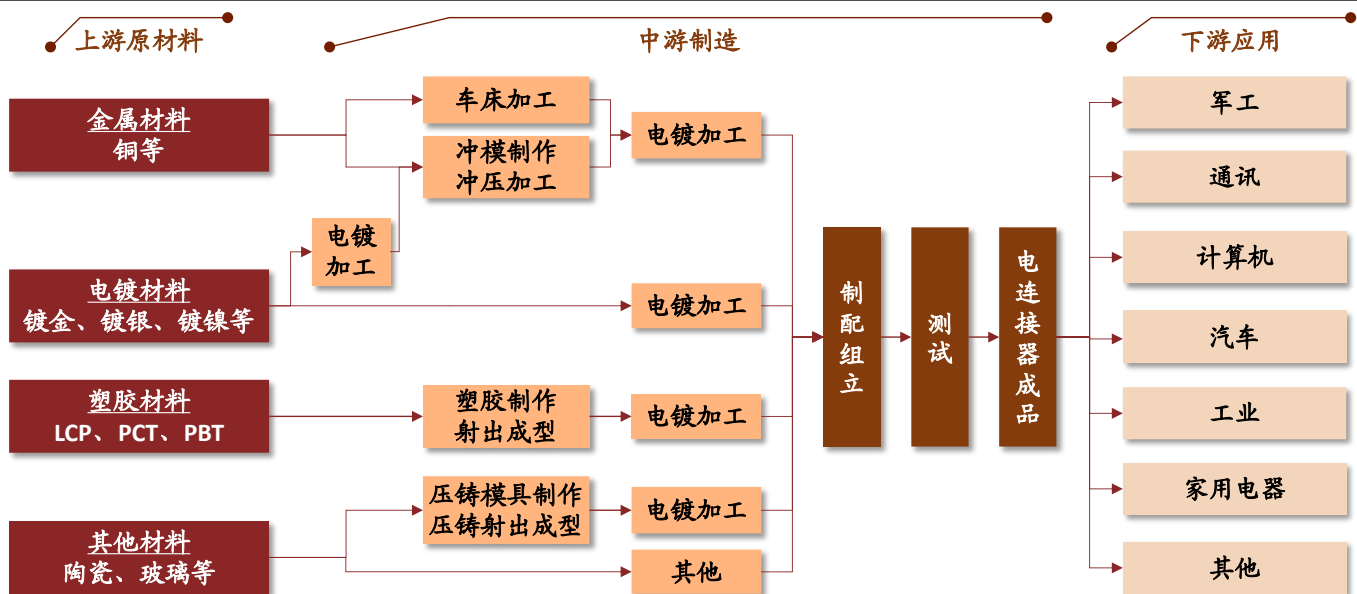
资料来源: 观研天下, 民生证券研究院

**连接器下游应用十分丰富。**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。

**1) 上游:**为原材料市场,主要分为金属原材料和非金属原材料;**2) 中游:**为制造环节,由制造企业通过对上游原材料进行加工处理、制配组立、测试后得到连接器成品;**3) 下游:**连接器作为传递信号、交换信息的基本单元,决定了涉及电子信息领域的终端产品均需要使用,因此下游几乎涵盖电子工业全领域,但不同领域因终端需求差异、单品信息化程度差异等,细分连接器市场规模有较大差别。



图17: 连接器产业链: 分为上游原材料、中游制造和下游应用

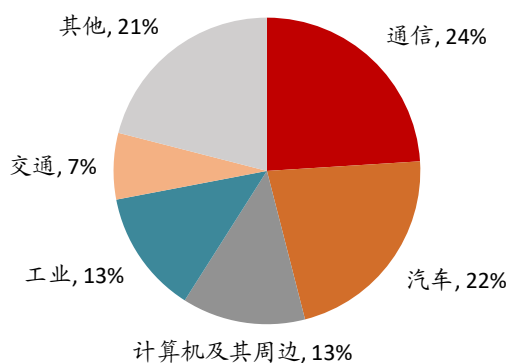


资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院

**通信为连接器最主要的应用领域; 中国是全球连接器最大的市场。1) 市场结**

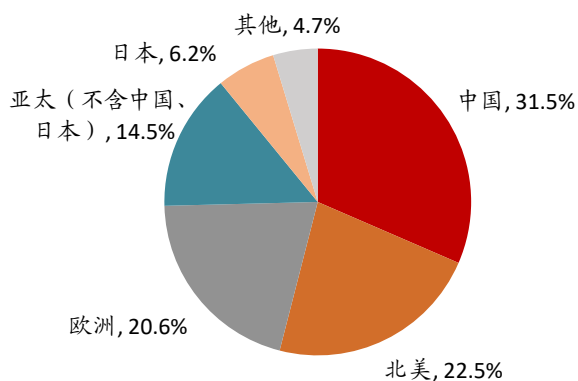
**构:** 目前通信和汽车是连接器最重要的应用领域, 2023 年占比分别为 24%、22%; 计算机及其周边、工业占比均为 13%; 交通占比 7%; 其他主要包括防务、医疗、仪器仪表等行业, 占比 21%。**2) 地区分布:** 随着中国连接器制造水平整体的迅速提高, 连接器市场规模成长稳健, 中国已成为全球连接器最大市场, 2022 年市场规模占全球的比重达 31.5%。此外, 北美、欧洲、亚太 (不含中国和日本) 和日本连接器市场规模占全球比重分别为 22.5%、20.6%、14.5%、6.2%。

图18: 2023 年全球连接器下游市场结构



资料来源: 观研天下, 民生证券研究院

图19: 2022 年全球连接器地区分布情况

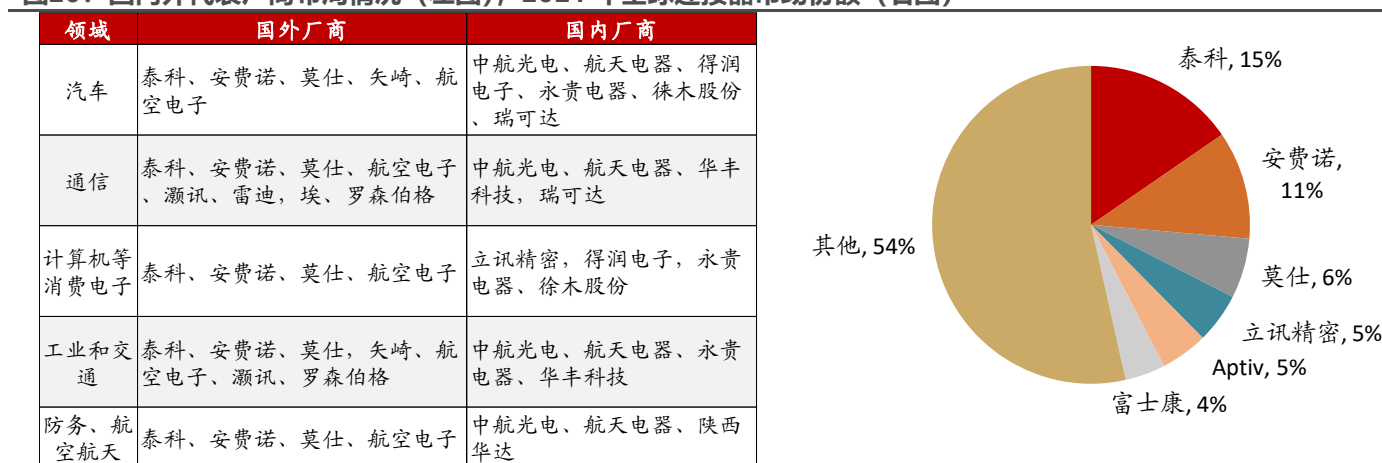


资料来源: 观研天下, 民生证券研究院

## 2.2 连接器制造企业主要分布在广东、江浙等

泰科、安费诺等全球市占率领先。泰科、安费诺、莫仕、航空电子等国外主要连接器厂商全球市占率居于领先地位。根据观研天下数据，美国厂商泰科、安费诺、莫仕位列全球连接器前三，2021年市占率分别为15.4%、11.0%及6.1%。

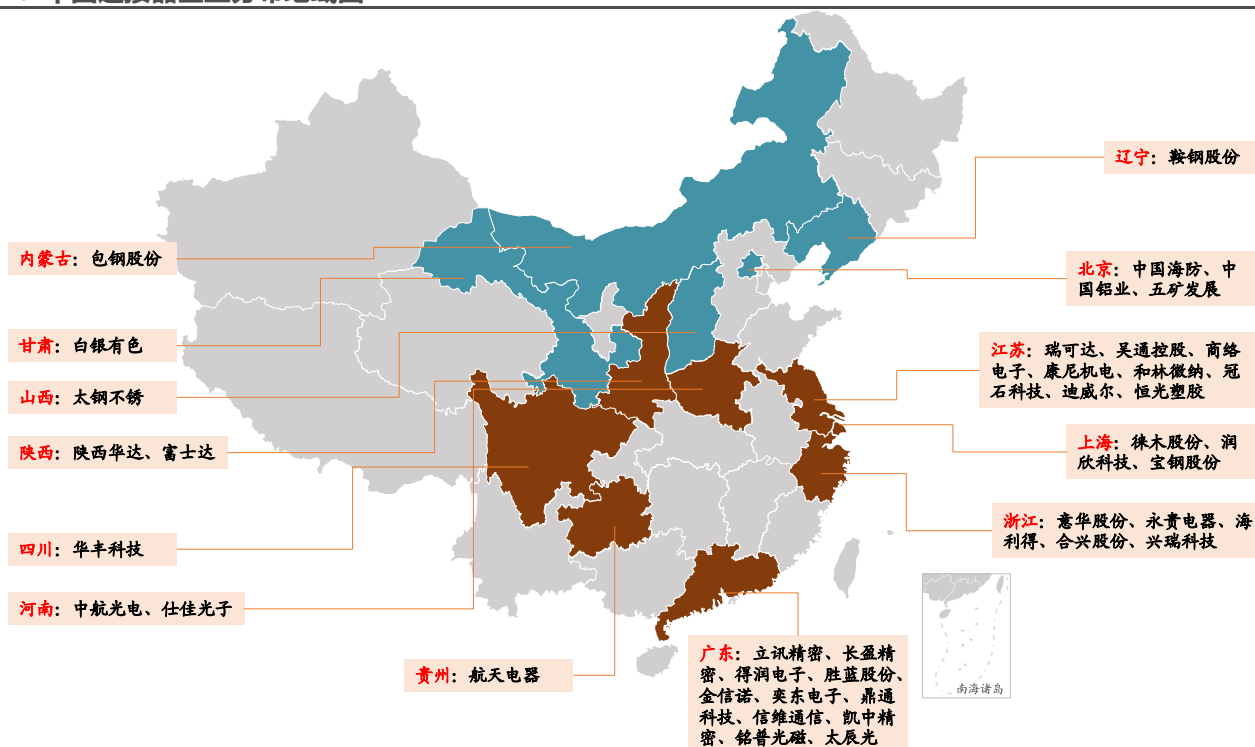
图20：国内外代表厂商布局情况（左图）；2021年全球连接器市场份额（右图）



资料来源：观研天下，华经产业研究院，民生证券研究院

连接器制造企业主要分布在广东、江浙等。连接器产业链中游制造企业主要分布在广东、江苏、浙江、上海等；辽宁、内蒙古、山西等地主要分布着连接器产业链上游材料企业。特种连接器企业主要有位于河南的中航光电、位于贵州的航天电器、位于陕西的陕西华达和富士达、位于四川的华丰科技。

图21：中国连接器企业分布地域图

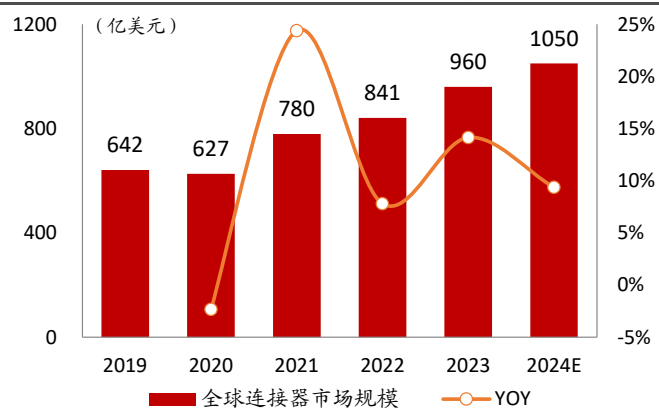


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

## 2.3 防务市场快速增长；头部企业集中度提升

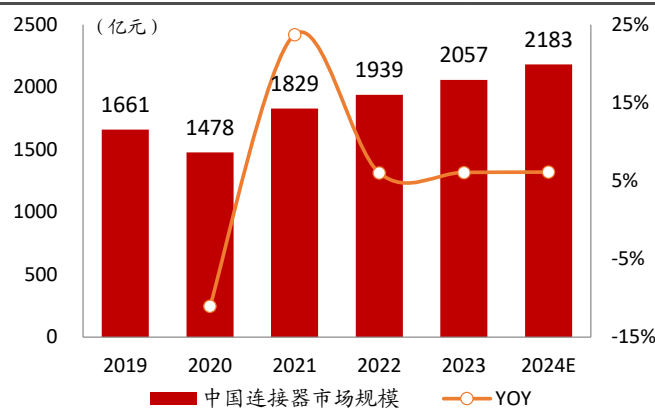
**1) 全球市场：**近年来，受益于通信、汽车、消费电子、工业控制、轨道交通等相关行业的持续推动，全球连接器市场规模总体呈现扩大趋势。中商产业研究院数据显示，2023 年全球连接器市场规模为 960 亿美元，同比增长 14.15%；预计 2024 年全球连接器市场规模将达 1050 亿美元。**2) 中国市场：**受益于通信、消费电子、新能源汽车、工控安防等下游行业的持续发展，中国连接器行业市场规模不断增长，已经成为世界上最大的连接器生产基地。中商产业研究院数据显示，2023 年中国连接器市场规模为 2057 亿元，2019~2023 年 CAGR=5.50%；预计 2024 年中国连接器市场规模将达到 2183 亿元。

图22：2019~2024E 全球连接器市场规模及同比增速



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

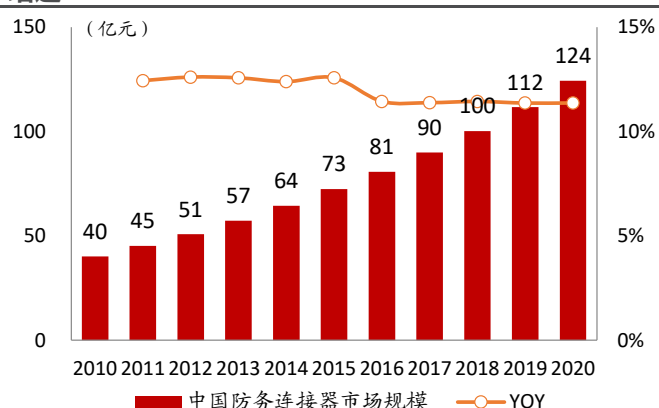
图23：2019~2024E 中国连接器市场规模及同比增速



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

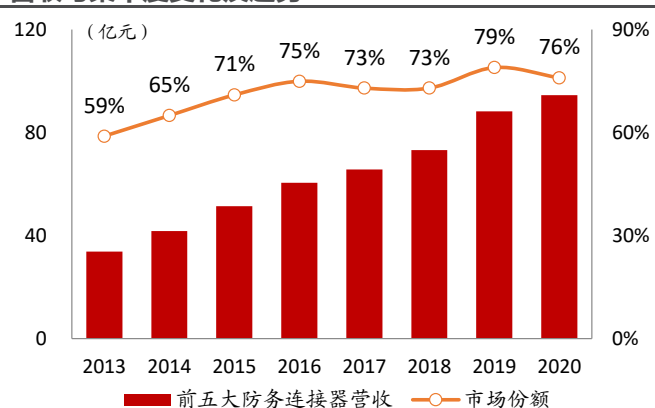
**头部企业市占率将持续提升。1) 防务市场：**中国防务连接器市场规模从 2010 年的 40.2 亿元增长至 2020 年 124.4 亿元，CAGR=12.0%，防务连接器受益于信息化建设进程的加速，下游需求快速增长，高于连接器行业增速。**2) 集中度：**前五大防务连接器厂家合计市占率从 2013 年的 59% 提升至 2020 年的 76%，随着国内头部企业市场份额的不断提升，强者愈强的马太效应将更加明显，未来连接器头部公司将继续扩大其市场份额。

图24：2010~2020 年中国防务连接器市场规模及同比增速



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图25：2013~2020 年中国防务连接器前五大企业合计营收与集中度变化及趋势

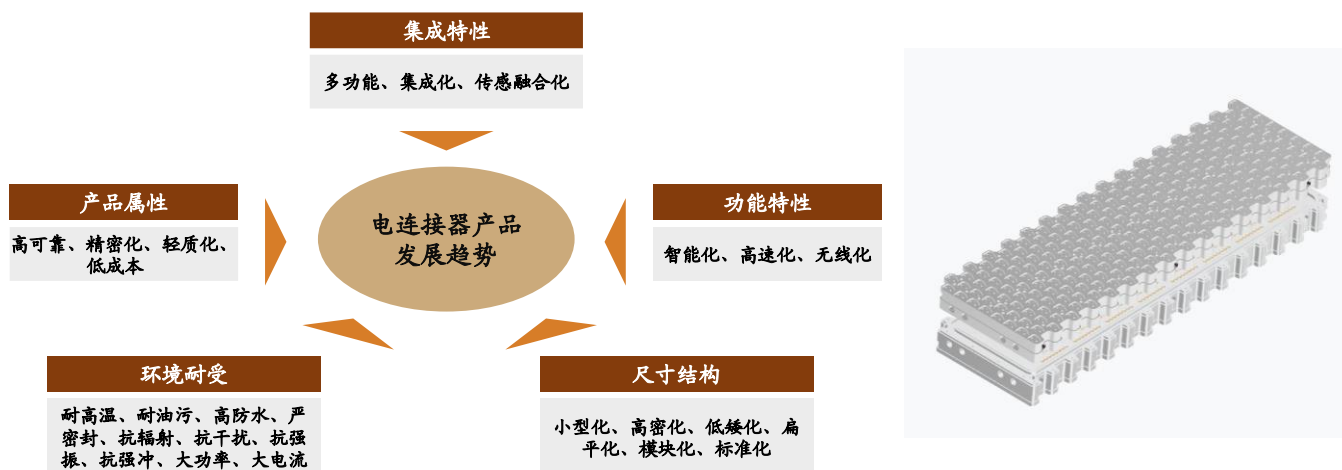


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

## 2.4 卫星互联网等产业快速发展牵引连接器需求

**集成化是电连接器未来发展主要趋势。**工信部 2021 年 1 月发布的《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》对连接类元器件等重点产品做出高端提升行动的规范指引：“连接类元器件重点发展高频高速、低损耗、小型化的光电连接器，超高速、超低损耗、低成本的光纤光缆，耐高压、耐高温、高抗拉强度电气装备线缆，高频高速、高层高密度印制电路板、集成电路封装基板、特种印制电路板。”同时，伴随电连接器的集成技术逐渐成熟，集成化的电连接器需求将成为未来发展的趋势，集成大功率、小功率及多种信号控制的一体化需求将会逐渐增多。

图26：电连接器产品发展趋势（左图）；陕西华达 MK512 模块化射频转接板（右图）

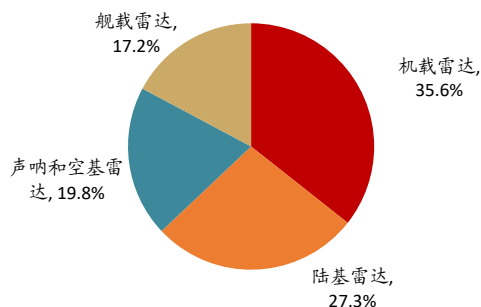


资料来源：陕西华达招股书，陕西华达官网，民生证券研究院

**有源相控阵雷达渗透率不断提升。**1) 根据《全球军用雷达市场 2015~2025》报告，2025 年机载雷达、舰载雷达市场将占据全球特种雷达市场的 35.6%和 17.2%，合计占比在 50%以上，有望催生大量的连接器需求。2) 有源相控阵雷达凭借其独特的优势，已广泛应用于飞机、舰船、卫星等装备上，成为目前雷达技术发展的主流趋势。美国已全面将现役 F-15C、F-15E、F-18E 战斗机雷达升级为有源相控阵雷达，并已在下一代驱逐舰上装备有源相控阵雷达。根据 Forecast International 的分析，2010~2019 年全球有源相控阵雷达生产总数占雷达生产总数的 14.2%；总销售额占比 25.7%。有源相控阵雷达的市场规模仍较小，替代市场空间较大。陕西华达的军品级电连接器及互连产品在各类相控阵雷达系统中大量应用，有望充分受益于相控阵雷达渗透率的提升。

图27: 2010~2019 年全球雷达市场情况 (左图); 2025 年全球特种雷达市场结构 (右图)

雷达体制	生产数量/台	市场份额	销售额/亿美元	市场份额
机扫阵列雷达	11,788	76.22%	89.99	17.63%
无源相控阵雷达	1,487	9.62%	89.18	17.49%
有源相控阵雷达	2,190	14.16%	130.94	25.68%
基本型	---	---	199.88	39.20%
总计	15,465	100%	509.99	100%

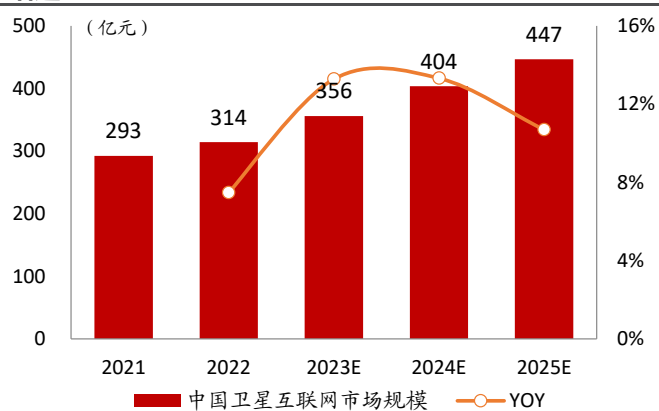


资料来源: 铖昌科技招股书,《全球军用雷达市场 2015-2025》, 民生证券研究院

**卫星互联网建设加速; 连接器企业将受益于产业发展。** 1) 2023 年 7 月 9 日, 卫星互联网技术试验卫星成功发射, 中国卫星互联网建设迈出实质性一步; 2) 2023 年 7 月 25 日, 上海市提出将打造“G60 星链”, 一期将实施 1296 颗, 未来将实现 1.2 万颗以上的卫星组网; 3) 2023 年 10 月 7 日, 工信部表示, 分步骤、分阶段推进卫星互联网业务准入制度改革; 4) 2023 年 11 月 23 日, 西昌卫星发射中心成功发射卫星互联网技术试验星 (上海微小卫星研制); 6) 2024 年 2 月 26 日, 中国航天科技集团有限公司发布《中国航天科技活动蓝皮书 (2023 年)》, 2024 年拟实施 100 次发射任务, 同比增长 49%, 有望创造新纪录, 中国首个商业航天发射场也将迎来首次发射任务, 多个卫星星座将加速组网建设。如此高密度的发射排期或预示着 2024 年将是中国卫星组网建设的关键之年。

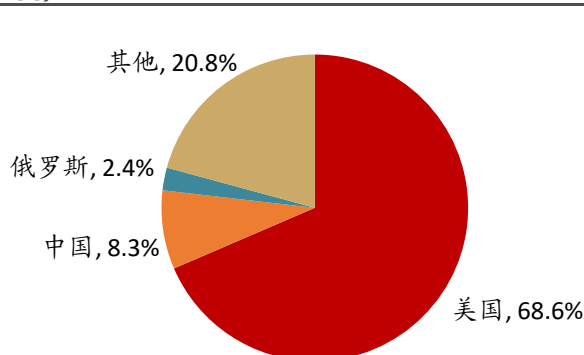
**陕西华达充分把握卫星互联网产业机遇。** 陕西华达生产的高可靠等级电连接器及互连产品, 应用在国家各类重点航天器项目中, 包括“嫦娥探月系列”、“神舟飞船系列”、“北斗卫星导航系统”、“天问火星探测系统”、“天宫空间站”、“长征系列运载火箭”、“高分遥感卫星系列”等重点工程, 产品应用范围覆盖了各类高轨卫星、低轨卫星、载人飞船、航天货运飞船、空间站、火箭、深空探测等航天各个领域。陕西华达前瞻性把握卫星互联网产业发展机遇, 未来有望充分受益。

图28: 2021~2025E 中国卫星互联网市场规模及同比增速



资料来源: SIA, 民生证券研究院

图29: 各国在轨卫星数量占比 (统计截至 2023 年 5 月 1 日)



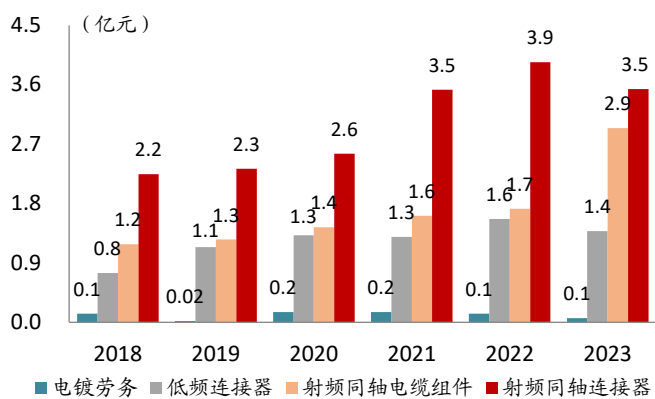
资料来源: UCS, 民生证券研究院

### 3 客户优质粘性强；募投扩产把握产业发展

#### 3.1 射频同轴连接器贡献最主要营收

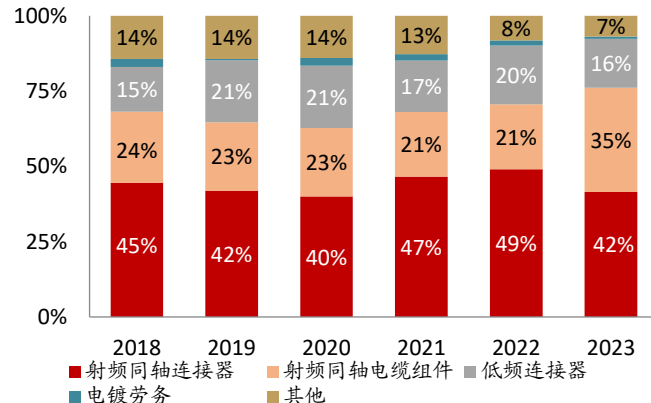
**射频同轴连接器贡献最主要营收。**公司营收主要来自射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、低频连接器的销售，2023 年合计占总营收比为 92%；电镀劳务为控股子公司创联电镀对外提供电镀服务收入。**分产品看：1) 射频同轴连接器：**主要应用于航空航天、特种装备、通讯等领域，主要客户包括中电科集团、华为、航天科工等下属公司单位，2023 年营收占比 42%。**2) 射频同轴电缆组件：**应用范围和客户群体与射频同轴连接器近似，2018~2022 年营收增长主要系中国电科下属 A1 单位采购柔性电缆组件和半硬电缆组件增加所致；2023 年营收占比 35%。**3) 低频连接器：**主要应用于航空航天、特种装备等行业的电子设备，主要客户包括兵器集团、航空工业、航天科技等下属公司单位，2023 年营收占比 16%。

图30：2018~2023 年主营产品营收规模



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

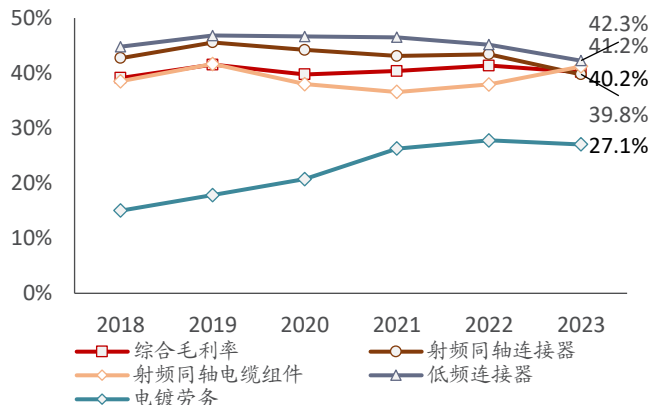
图31：2018~2023 年分产品营收结构



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

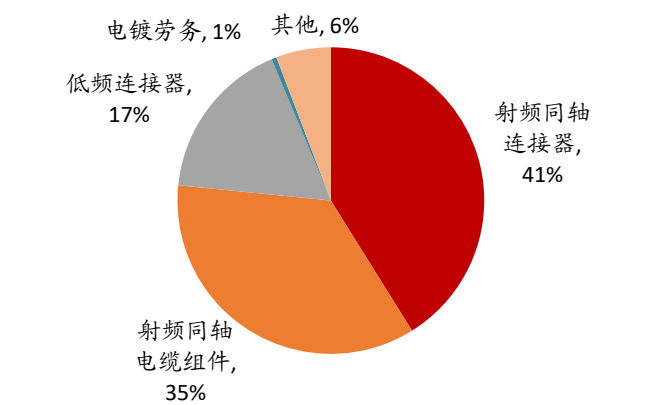
**电镀劳务毛利率提升明显。**2018~2023 年，射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件毛利率总体相对平稳；电镀劳务毛利率快速提升。2023 年，射频同轴连接器毛利润占公司毛利润的 41%，贡献最高；射频同轴电缆组件贡献度为 35%，贡献度提升快；低频连接器贡献度为 17%。

图32：2018~2023 年主营产品毛利率及综合毛利率



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图33：2023 年主营产品毛利贡献度

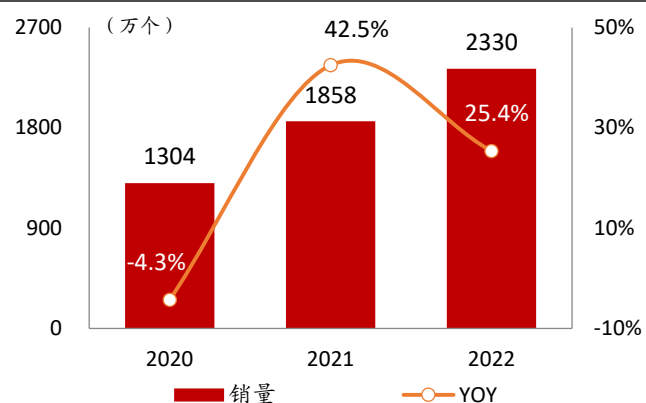


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

### 3.2 主营产品处于满负荷生产状态

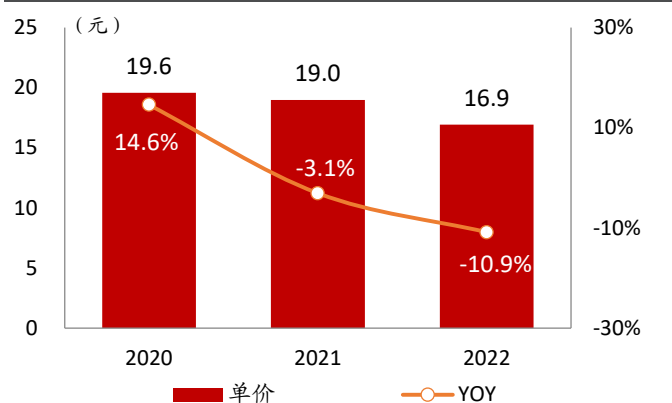
**射频同轴连接器销量快速增长。**2020~2022年，公司射频同轴连接器的销售数量快速增长；产品均价分别为19.58元/个、18.98元/个、16.92元/个，2020年单价较高主要系螺纹式等主要产品中高性能高配置的产品销售占比较高，提高了平均单价所致。

图34：2020~2022年射频同轴连接器销量及同比增速



资料来源：陕西华达招股书，民生证券研究院

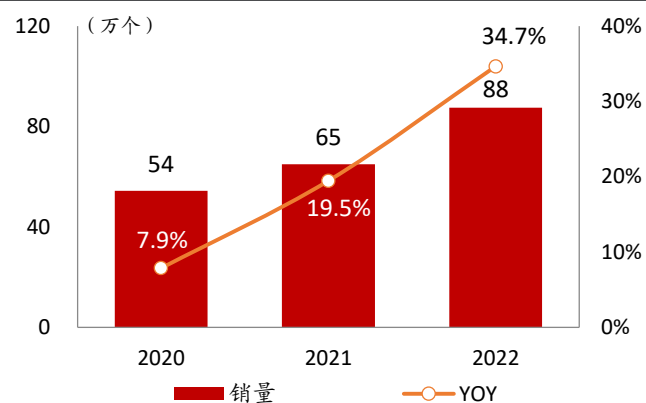
图35：2020~2022年射频同轴连接器单价及同比增速



资料来源：陕西华达招股书，民生证券研究院

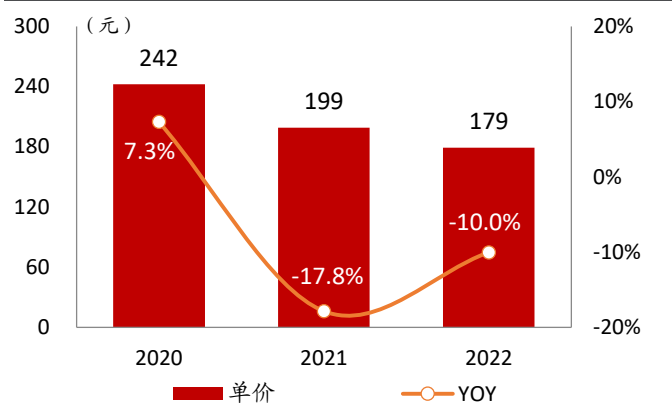
**低频连接器销量逐年增长。**2020~2022年，公司低频连接器的销售数量逐年增长，产品均价分别为242.18元/个、198.99元/个、179.07元/个，呈下降趋势的主要原因系微矩形连接器、微矩形线束等收入占比较高的主要产品的销售价格降低。该类型产品所涉型号较多、品类丰富，不同产品价格因生产成本、市场定位、性能配置、市场竞争情况、客户价格敏感度等不同而存在一定的差异。

图36：2020~2022年低频连接器销量及同比增速



资料来源：陕西华达招股书，民生证券研究院

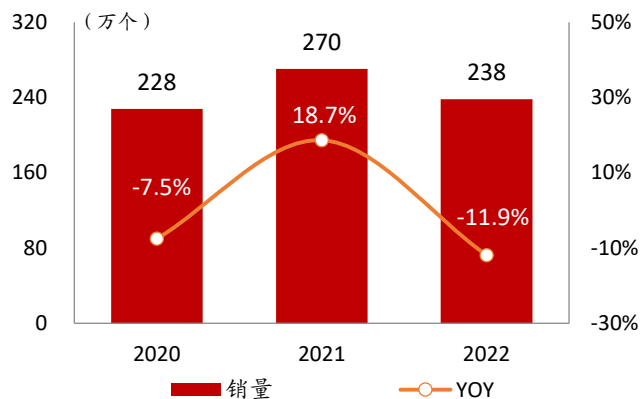
图37：2020~2022年低频连接器单价及同比增速



资料来源：陕西华达招股书，民生证券研究院

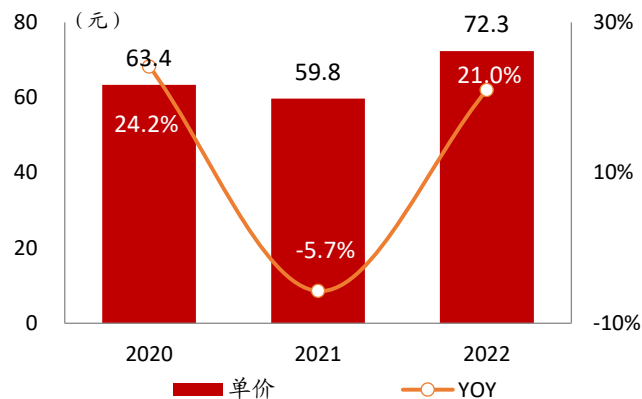
**射频同轴电缆组件单价呈上升趋势。**2020~2022年，公司射频同轴电缆组件的销售数量受下游客户需求影响较大；产品均价分别为63.36元/个、59.75元/个、72.30元/个，不同产品价格受订单要求的尺寸规格、性能、用料、工艺及计价单元等多种因素影响，存在一定波动。

图38: 2020~2022 年射频同轴电缆组件销量及 YOY



资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院

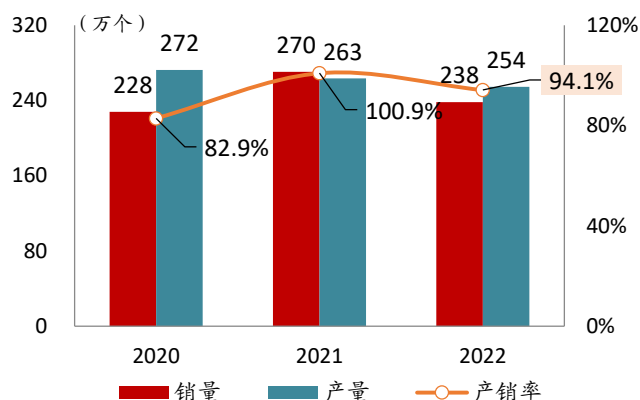
图39: 2020~2022 年射频同轴电缆组件单价及 YOY



资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院

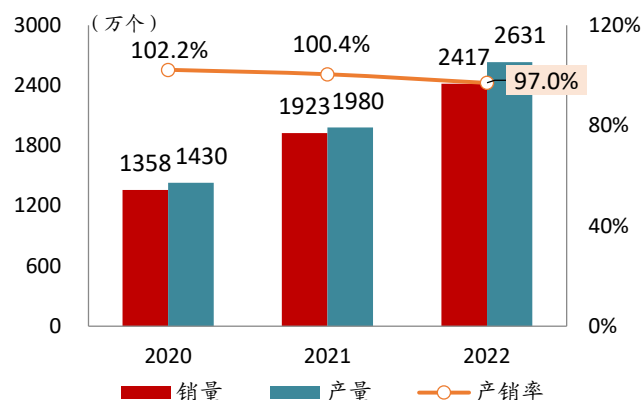
公司主营产品基本处于满产状态。公司电缆组件产品主要为射频同轴电缆组件; 电连接器产品主要为射频同轴连接器、低频连接器等。公司主要生产步骤较为繁琐, 产品种类繁多, 且多为非标准化产品, 加工工序相对灵活, 公司的生产装配线可以满足不同种类电连接器产品和电缆组件产品的生产, 主要产品产能利用率波动较小, 且长期处于满负荷生产状态; 产销率也波动较小。

图40: 2020~2022 年射频同轴电缆组件产销情况



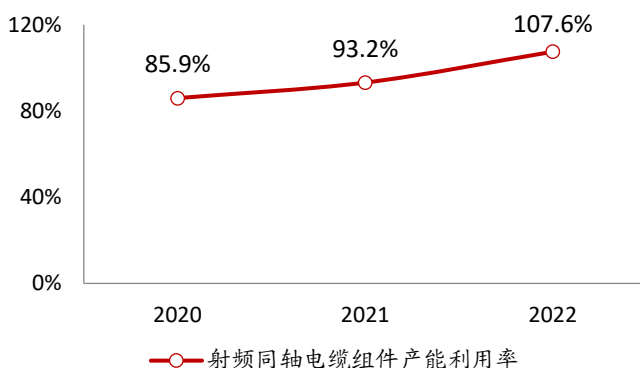
资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院

图41: 2020~2022 年电连接器产销情况



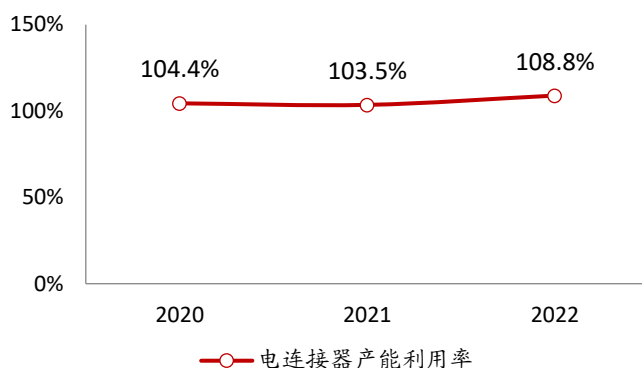
资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院

图42: 2020~2022 年射频同轴电缆组件产能利用率



资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院

图43: 2020~2022 年连接器产能利用率



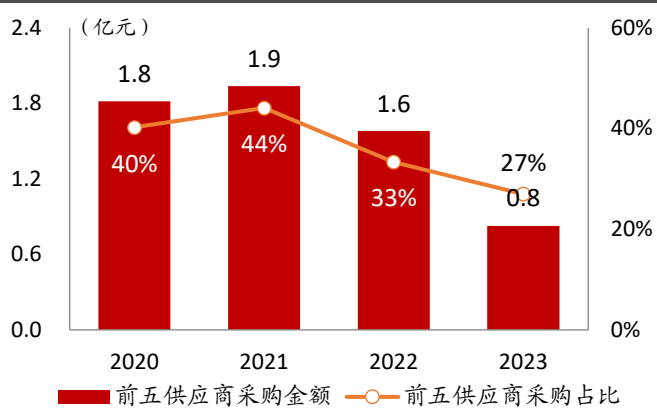
资料来源: 陕西华达招股书, 民生证券研究院



### 3.3 下游客户优质稳定且粘性强

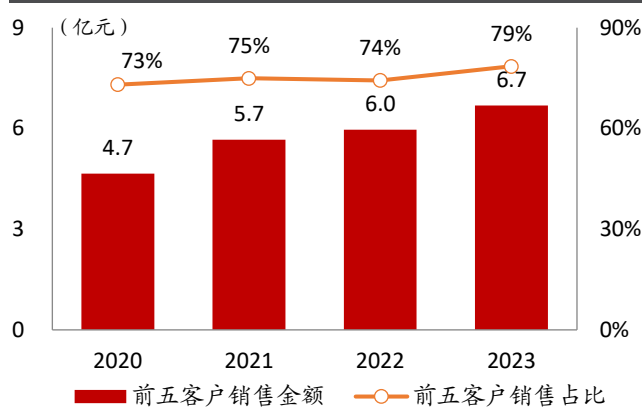
中电科集团是公司最大的供应商及客户。1) 供应商：2020~2023 年，公司向前五大供应商采购金额占采购总额比分别为 40.24%、44.11%、33.36%、27.01%，2020~2022 年中电科集团为公司最大的供应商，2022 年公司向其采购的内容包括 OEM 加工、线材、外协加工、结构件。2) 客户：2020~2023 年，公司前五大客户销售额占营收比分别为 73.08%、74.94%、74.34%、78.53%，前五大客户稳定，销售额基本保持稳定增长。2023 年前五大客户分别是中电科、航天科技、华为、航天科工、航空工业。

图44：2020~2023 年前五大供应商采购额及占成本比



资料来源：陕西华达招股书，公司公告，民生证券研究院

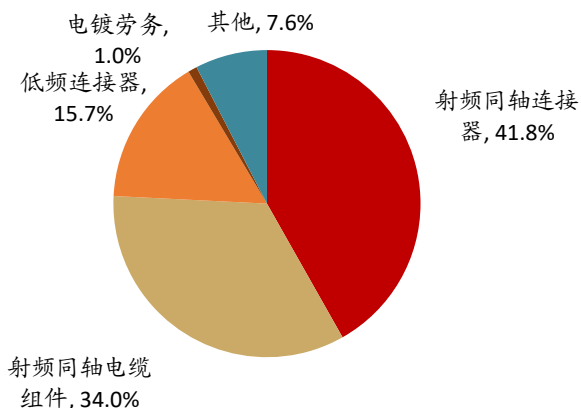
图45：2020~2023 年前五大客户销售额及占营收比



资料来源：陕西华达招股书，公司公告，民生证券研究院

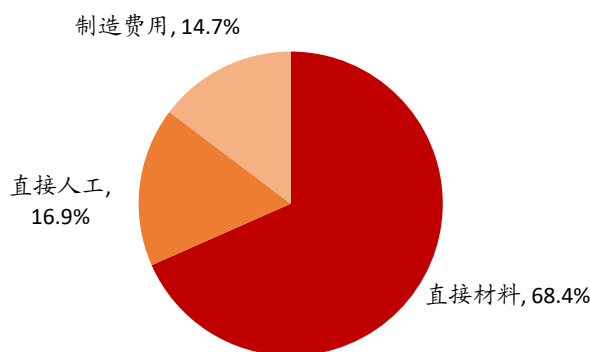
直接材料为营业成本的最重要组成部分。1) 分产品成本构成：公司主营业务成本主要来自于射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件的销售，与主营业务收入的结构相符。2) 分类别成本构成：公司主营业务成本由直接材料、直接人工和制造费用构成，成本结构并未发生重大变化。2020~2022 年，直接材料占主营业务成本比分别为 70.83%、70.35%和 68.38%，占比总体较为稳定。

图46：2023 年分产品成本结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47：2023 年分类别成本结构



资料来源：陕西华达招股书，民生证券研究院

### 3.4 IPO 募投扩产打开卫星配套成长空间

**IPO 实际募资净额 6.5 亿元。**公司以 26.87 元/股的价格发行 2700.67 股股票，预计募资 6.1 亿元，实际募资 7.3 亿元，实际募资净额 6.5 亿元。其中，**卫星互联高可靠连接系统产业化项目**依托于公司自有新厂区，改造建筑面积 1.25 万平米，新增工艺设备 303 台/套，建设周期 36 个月。公司旨在通过项目建设提高 5G 通讯及卫星互联网用连接器及电缆组件的生产过程控制、机械加工、自动化装配及检测试验的能力，提升产品的生产能力、技术性能和质量可靠性，实现产品的产业化。募投主要产品为板间高可靠射频连接器及低损稳相射频电缆组件、1mm 间距高可靠微矩形连接器、5G 地面基站用高可靠板间连接器及电缆组件等。

**1) 板间高可靠射频连接器及低损稳相射频电缆组件：**主要应用于航天科技集团卫星项目，该项目为国家重点建设项目。2020 年 3 月，公司已经完成了首颗鉴定星及正样的配套产品生产，并交付用户，2020 年 7 月，公司已完成产品的整星鉴定试验，该产品已完成系列化研制，后续将广泛应用于卫星项目。

**2) 1mm 间距高可靠微矩形连接器：**是公司最具代表性的微矩形连接器，在防务产品中实现了批量使用，实现了对国外小间距微矩形电连接器的国产化替代。目前该系列产品已在航天科工集团部分产品上实现统型，已和多家用户单位签订意向需求，使用量在未来或将大幅提升。

**3) 地面基站用板间连接器：**主要应用于各类地面通讯电子设备中，在 5G 及新一代通讯基站中广泛应用，该项目产品通过用户使用，经过多次迭代，已发展成为系列化产品，实现了印制电路板对板、模块到模块、线缆到模块、机柜与机柜之间的交互连接，具有成本低、可靠性高、性能优越、使用寿命长、易于维修等突出优点，特别适用于基站系统的小型化的需求。目前已在应用的用户有中电科集团、航天科技集团、华为、中兴等。随着未来先进特种装备发展，电子对抗、精密制导、通讯技术及精密测试设备的需求将越来越大，应用前景或将十分广阔。

**图48：IPO 募集资金投资项目计划**

序号	项目名称	投资总额/亿元	拟投入募集资金/亿元	建设进度
1	卫星互联高可靠连接系统产业化项目	3.39	3.39	3.6%
2	研发中心建设项目	0.95	0.95	2.9%
3	补充流动资金项目	1.00	1.00	65.1%
合计		<b>5.34</b>	<b>5.34</b>	-

资料来源：陕西华达招股书，公司公告，民生证券研究院 注：建设进度数据统计截至 2023 年 12 月 31 日

## 4 同业比较：规模相对较小；净利率有提升空间

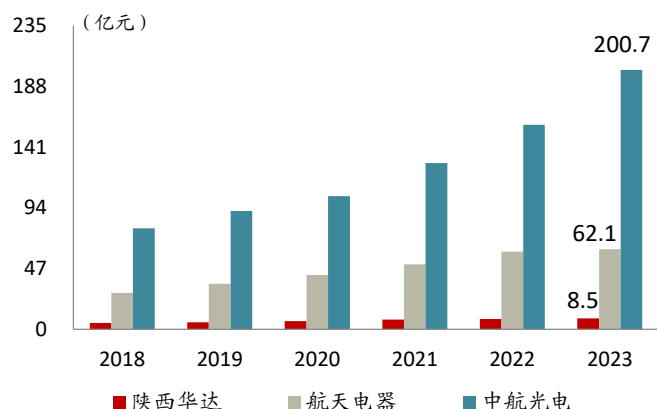
结合公司的产品特点、产品应用领域特征，我们选取了在细分行业、业务模式、产品类型、产品结构等方面相似或相近的已上市的中航光电、航天电器作为公司的同行业可比公司进行比较分析。1) **中航光电**：拥有国内唯一一条高密度圆形 38999 军标生产线，开发的 38999 I、II、III 系列电连接器可实现与国外同类产品互换，实现进口替代；2) **航天电器**：以绞线式弹性接触偶成型工艺、气氛控制激光熔封、玻璃绝缘子烧结、温度特性精密检测、智能制造等技术突破国外厂商技术垄断，实现进口替代；3) **陕西华达**：a) 高可靠等级产品：应用覆盖高轨卫星、低轨卫星、载人飞船、航天货运飞船、空间站、火箭、深空探测等航天领域；b) 军品级产品：应用在各类特种装备中；c) 工业级产品：在通讯系统中广泛使用，是华为、中兴等大型通讯公司的合格供方，产品在第四、第五代移动通信系统中大量应用。

图49：同行业可比上市公司比较分析

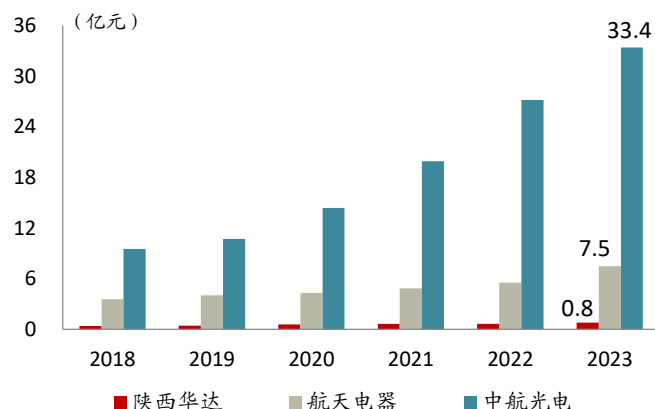
公司简称	注册地	细分行业	主要产品	应用领域	行业地位	经营情况
中航光电	河南省	航空系统电子元器件制造	电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品、流体器件及液冷设备	防务、商业航空航天、通信网络、数据中心、新能源汽车、石油装备、电力装备、工业装备、轨道交通、医疗设备等	中电元协电连接器分会理事长单位	2023年连接器营收198.4亿元，其中：1) 电连接器及集成互联组件占比77%；2) 光连接器及其他光器件以及光电设备占比16%；3) 液冷解决方案及其他占比7%
航天电器	贵州省	航天系统电子元器件制造	高可靠圆形连接器、绞线式弹性毫微插针连接器、射频连接器、密封连接器、高速传输连接器、光纤连接器、印制电路连接器等	航空、航天、船舶、兵器、核能、电子、通讯、医疗、轨道交通、能源装备、网络设备、家用电器、新能源汽车等	中电元协电连接器分会副理事长单位	2023年营收62.1亿元，其中：1) 连接器及互联一体化产品占比71%；2) 电机与控制组件占比20%；3) 继电器占比5%；光通信器件占比2%
陕西华达	陕西省	军工电子行业电子元器件制造	射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件	航空航天、特种装备、通讯等	中电元协电连接器分会副理事长单位	2023年总营收8.5亿元，其中：1) 射频同轴连接器占42%；2) 低频连接器占16%；3) 射频同轴电缆组件占35%

资料来源：陕西华达招股书，各公司公告，民生证券研究院

**华达营收/归母净利润稳步增长，规模尚且较小。**1) **营收**：中航光电营收规模最大，2023 年突破 200 亿元；航天电器位居其后，2023 年实现营收 62.1 亿元；陕西华达规模尚较小，2023 年为 8.5 亿元。2) **归母净利润**：中航光电归母净利润规模最大，2023 年为 33.4 亿元；航天电器位居其后，2023 年实现归母净利润 7.5 亿元；陕西华达规模尚较小，2023 年为 0.8 亿元。

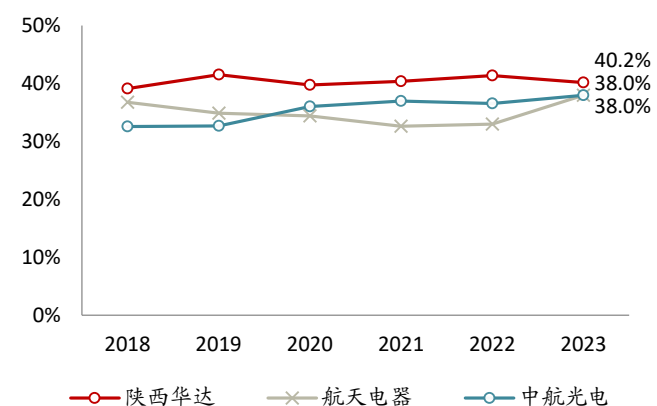
**图50：同行业可比公司营收对比**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

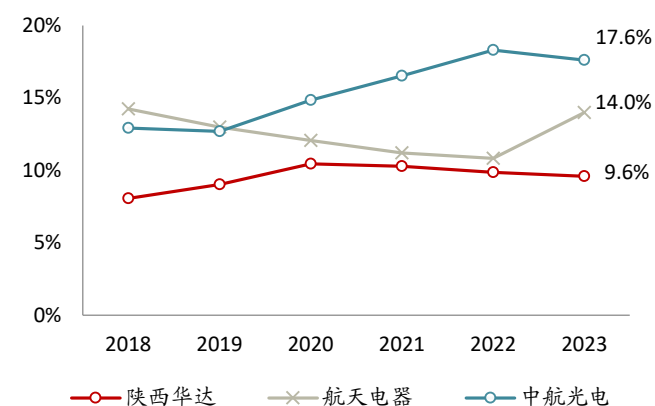
**图51：同行业可比公司归母净利润对比**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

**华达毛利率高于可比公司。**1) **毛利率**：2018~2022 年，三家公司毛利率总体均较为稳定，均值来看，陕西华达毛利率最高，达到 40.4%；中航光电和航天电器分别是 35.5%、35.0%。公司毛利率较高主要系其特种领域产品在收入中占比较高所致。2) **净利率**：2018~2022 年，三家公司净利率有所波动，中航光电呈上升趋势；均值来看，中航光电净利率最高，达到 15.5%，航天电器、陕西华达分别是 12.6%、9.5%。公司净利率低于可比公司主要系期间费用率较高所致。

**图52：同行业可比公司毛利率对比**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

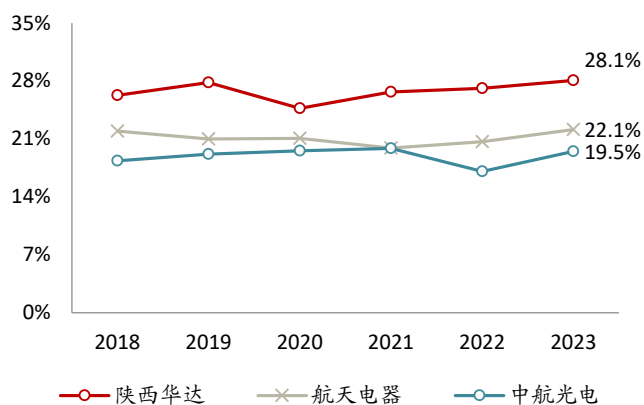
**图53：同行业可比公司净利率对比**


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

**快速成长期期间费用率较高。**公司期间费用率高于其他可比公司主要原因为公司处于快速成长期，收入规模基数相对同行业可比公司较小，规模经济效益尚未体现。**1) 销售费用率：**公司销售费用率略高于同行业可比公司，主要是公司目前处于市场开拓阶段，未来市场空间较大，公司持续加大销售投入，积极拓展市场领域。**2) 管理费用率：**公司管理费用率高于同行业可比公司，主要是公司营收规模相对较小，管理费用中占比最高的职工薪酬占营收比较高。此外，公司因检测试验发生的质量成本占比较高且各期发生额较大，进一步提高了管理费用率。

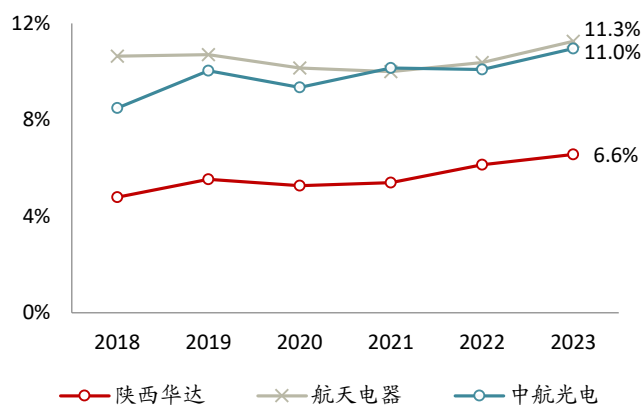
**持续加大研发投入。**公司研发费用率低于同行业可比公司，公司目前经营规模正在持续稳定增长，现有研发人员、资金、设备及场地等资源有限，公司研发方向主要聚焦于航空航天、特种装备、通讯领域。未来公司将根据行业和市场发展趋势，积极进行前瞻性布局，不断加大研发投入，IPO 募资也将部分投向研发中心建设项目。

图54：同行业可比公司期间费用率对比



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图55：同行业可比公司研发费用率对比



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

1) **射频同轴连接器**: 2018~2022 年营收 CAGR=15.1%; 2023 年营收同比减少 10.3%至 3.5 亿元, 主要受行业总体调整影响。我们认为, 随着公司下游特种装备需求的恢复及卫星配套产品的放量, 射频同轴连接器将有恢复式增长。我们预计 2024~2026 年射频同轴连接器分别实现营收 4.3 亿元、5.3 亿元、6.5 亿元, 同比增速分别是 23.0%、22.8%、22.5%。随着需求恢复, 规模效应将带动毛利率小幅增长, 我们预计 2024~2026 年射频同轴连接器毛利率分别是 40.50%、40.70%、40.80%。

2) **射频同轴电缆组件**: 2020~2023 年营收 CAGR=26.8%, 营收实现高速增长。射频同轴电缆组件主要由射频同轴连接器与射频同轴电缆两部分组成, 是射频连接器的集成化发展升级, 我们认为, 随着下游需求对产品集成化要求的提升, 射频同轴电缆组件将保持快速增长。我们预计 2024~2026 年射频同轴电缆组件分别实现营收 3.4 亿元、4.0 亿元、4.7 亿元, 同比增速分别是 17.0%、16.7%、16.3%。随着营收增长, 规模效应也将带动毛利率小幅增长, 我们预计 2024~2026 年射频同轴电缆组件毛利率分别是 42.00%、42.30%、42.80%。

3) **低频电连接器**: 2018~2022 年营收 CAGR=20.2%; 2023 年营收同比减少 11.8%至 1.4 亿元, 主要受行业总体调整影响。我们认为, 随着公司下游特种装备需求的恢复及卫星配套产品的放量, 低频电连接器也将有恢复式增长。我们预计 2024~2026 年低频连接器分别实现营收 1.7 亿元、2.2 亿元、2.7 亿元, 同比增速分别是 25.0%、24.8%、24.5%。随着营收增长, 规模效应也将带动毛利率小幅增长, 我们预计 2024~2026 年低频电连接器毛利率分别是 42.50%、42.60%、42.70%。

4) **电镀劳务**: 电镀系公司根据客户要求, 为其提供的镀件通过电镀方式增加涂层的劳务, 订单根据客户提供的镀件差异较大, 故 2018~2023 年电镀劳务营收波动较大。我们预计电镀劳务 2024~2026 年分别实现营收 0.08 亿元、0.09 亿元、0.10 亿元, 同比增速分别是 15.0%、14.9%、14.7%。电镀劳务业务结构较为稳定, 毛利率预计波动较小, 我们预计 2024~2026 年电镀劳务毛利率分别是 27.06%、27.06%、27.06%, 保持和 2023 年相同的水平。

**表1：分产品营业收入（百万元）及同比增速预测**

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
射频同轴连接器	255.3	352.6	394.1	353.6	434.9	534.1	654.3
同比增速	9.73%	38.11%	11.78%	-10.28%	23.00%	22.80%	22.50%
射频同轴电缆组件	144.3	161.5	172.2	294.4	344.4	402.0	467.5
同比增速	14.83%	11.91%	6.61%	70.96%	17.00%	16.70%	16.30%
低频电连接器	131.8	129.4	156.8	138.3	172.9	215.8	268.6
同比增速	15.76%	-1.84%	21.19%	-11.81%	25.00%	24.80%	24.50%
电镀劳务	15.9	15.9	13.5	6.7	7.7	8.8	10.1
同比增速	563.87%	0.02%	-15.13%	-50.45%	15.00%	14.90%	14.70%
其他业务	89.3	96.1	65.6	58.4	62.9	67.8	73.1
同比增速	13.00%	7.72%	-31.81%	-10.89%	7.73%	7.74%	7.75%
营业收入（合计）	636.6	755.5	802.2	851.4	1022.9	1228.4	1473.5
同比增速	14.99%	18.68%	6.17%	6.14%	20.14%	20.10%	19.95%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测

**表2：分产品毛利（百万元）及毛利率预测**

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
射频同轴连接器	112.9	152.0	171.2	140.7	176.1	217.4	266.9
毛利率	44.21%	43.11%	43.43%	39.78%	40.50%	40.70%	40.80%
射频同轴电缆组件	54.8	59.1	65.3	121.3	144.7	170.0	200.1
毛利率	37.99%	36.58%	37.94%	41.21%	42.00%	42.30%	42.80%
低频电连接器	61.5	60.2	70.9	58.5	73.5	91.9	114.7
毛利率	46.65%	46.51%	45.18%	42.28%	42.50%	42.60%	42.70%
电镀劳务	3.3	4.2	3.7	1.8	2.1	2.4	2.7
毛利率	20.75%	26.29%	27.78%	27.06%	27.06%	27.06%	27.06%
其他业务	20.7	29.5	20.7	19.8	21.3	23.0	24.8
毛利率	23.16%	30.69%	31.56%	33.89%	33.92%	33.95%	33.99%
毛利（合计）	253.2	305.0	331.8	342.0	417.7	504.7	609.3
毛利率	39.77%	40.37%	41.36%	40.17%	40.84%	41.09%	41.35%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析与投资建议

我们选取中航光电、航天电器作为陕西华达的可比公司。陕西华达经过五十余年的科研生产实践，历经了“集中设计、七专高可靠、贯彻国军标、宇高工程科研攻关”等历史阶段，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，产品广泛应用于航空航天、通讯等领域。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别是 0.99 亿元、1.22 亿元、1.48 亿元，同比增速分别是 25.1%、23.5%、21.6%，当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别是 54x/44x/36x，可比公司 2024~2026 年 PE 均值分别是 19x/16x/13x。

公司 PE 高于可比公司 PE 均值，但公司 2023~2026 年归母净利润 CAGR 为 23.35%，高于可比公司复合增速均值 18.65%。**我们认为：1)** 公司当前正处于快速增长阶段，期间费用率较高，未来规模效应将逐步显现，进一步提升盈利能力及运营效率；**2)** 公司在传统产品的基础上把握产业发展趋势，不断拓展新产品，产品矩阵将进一步丰富；**3)** 公司 IPO 募资拟重点建设卫星互联高可靠连接系统产业化项目，实施后将有利于公司突破现有产能限制，提升研发能力，进一步提升盈利能力。**我们考虑到公司传统业务的发展空间及新业务的加快布局，首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				2023~2026 归 母净利润 CAGR
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002179.SZ	中航光电*	33.92	1.58	1.85	2.15	2.49	21	18	16	14	16.37%
002025.SZ	航天电器*	38.38	1.64	2.00	2.42	2.90	23	19	16	13	20.93%
<b>平均值</b>							<b>22</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	<b>18.65%</b>
301517.SZ	陕西华达*	49.45	0.73	0.91	1.13	1.37	68	54	44	36	23.35%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院预测；

注：标\*为民生证券覆盖，使用民生证券预测数据；收盘价时间为 2024 年 04 月 22 日



## 6 风险提示

**项目建设不及预期的风险。**公司通过 IPO 募集资金进行项目投资，综合考虑了当前市场状况、技术水平及发展趋势、产品及工艺、原材料供应、生产场地及设备等因素，并会同相关专家对可行性进行了充分论证。如果行业环境、市场环境等情况发生突变，或项目建设过程中由于管理不善或产生在目前条件下无法预料的技术障碍等因素影响了项目进程，募集资金投资项目的效益将会不及预期。

**产品研发不及预期的风险。**公司主营产品技术含量较高，在核心关键技术上拥有自主知识产权。目前有多项产品和技术尚处于研发阶段，存在新产品及新技术研发进展不及预期的风险。如果未来公司无法抓住技术发展趋势及下游需求的变化、不断吸引专业领域的优秀人才，可能会面临技术滞后，对行业发展趋势及下游客户需求的判断发生偏差的情况，导致新产品偏离市场需求，进而影响未来发展的持续性和稳定性。

**下游需求不及预期的风险。**行业下游需求或因客户订单释放节奏变化而有所波动，公司或将面临下游需求变化导致的订单低于预期。此外，公司所处行业作为特殊的经济领域，受国际环境、安全形势、地缘政治等多种因素影响，宏观形势等出现变化或将影响公司的正常生产经营。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	851	1,023	1,228	1,474
营业成本	509	605	724	864
营业税金及附加	10	12	15	18
销售费用	40	48	57	72
管理费用	128	154	180	215
研发费用	56	67	81	100
EBIT	105	137	174	206
财务费用	15	16	25	25
资产减值损失	-8	-9	-10	-12
投资收益	0	0	0	0
营业利润	89	113	139	169
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	89	113	139	169
所得税	8	9	11	14
净利润	82	104	128	156
归属于母公司净利润	79	99	122	148
EBITDA	128	163	207	246

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	752	785	792	834
应收账款及票据	832	969	1,143	1,347
预付款项	2	2	2	3
存货	393	406	466	533
其他流动资产	12	13	14	16
流动资产合计	1,991	2,175	2,418	2,733
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	374	420	463	506
无形资产	17	17	17	17
非流动资产合计	443	489	532	575
资产合计	2,434	2,664	2,951	3,308
短期借款	240	240	240	240
应付账款及票据	457	581	737	930
其他流动负债	186	202	220	243
流动负债合计	884	1,024	1,197	1,413
长期借款	153	153	153	153
其他长期负债	24	24	24	24
非流动负债合计	177	177	177	177
负债合计	1,061	1,201	1,374	1,590
股本	108	108	108	108
少数股东权益	46	51	57	65
股东权益合计	1,373	1,463	1,577	1,718
负债和股东权益合计	2,434	2,664	2,951	3,308

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.14	20.14	20.10	19.95
EBIT 增长率	0.42	30.93	26.99	17.85
净利润增长率	22.00	25.06	23.45	21.56
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.17	40.84	41.09	41.35
净利润率	9.25	9.63	9.90	10.03
总资产收益率 ROA	3.24	3.70	4.12	4.47
净资产收益率 ROE	5.93	6.98	8.01	8.94
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.25	2.12	2.02	1.94
速动比率	1.80	1.72	1.62	1.55
现金比率	0.85	0.77	0.66	0.59
资产负债率 (%)	43.58	45.08	46.56	48.06
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	225.99	222.99	219.99	216.99
存货周转天数	281.72	250.00	240.00	230.00
总资产周转率	0.41	0.40	0.44	0.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.73	0.91	1.13	1.37
每股净资产	12.29	13.07	14.07	15.30
每股经营现金流	0.18	1.23	1.05	1.43
每股股利	0.13	0.13	0.13	0.13
<b>估值分析</b>				
PE	68	54	44	36
PB	4.0	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	39.34	30.72	24.21	20.40
股息收益率 (%)	0.26	0.26	0.26	0.26

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	82	104	128	156
折旧和摊销	23	26	33	40
营运资金变动	-121	-36	-90	-89
经营活动现金流	19	133	114	155
资本开支	-10	-70	-74	-81
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-10	-70	-74	-81
股权募资	660	0	0	0
债务募资	33	3	0	0
筹资活动现金流	661	-30	-32	-32
现金净流量	671	33	7	42

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

## 插图目录

图 1: 发展历程: 深耕行业五十余年; 努力创建“国内一流、国际知名”连接器企业	3
图 2: 股权结构: 实控人为陕西省国资委, 合计持股 35.10%	4
图 3: 核心产品: 主营射频同轴连接器、低频连接器及射频同轴电缆组件三大类产品	4
图 4: 2018~2023 年营业收入及同比增速	5
图 5: 2018~2023 年归母净利润及同比增速	5
图 6: 2018~2023 年毛利率及趋势	5
图 7: 2018~2023 年净利率及趋势	5
图 8: 2018~2023 年期间费用率及趋势	6
图 9: 2018~2023 年研发费用及研发费用率	6
图 10: 2018~2023 年应收账款及票据及占营收比例	6
图 11: 2018~2023 年存货及占营收比例	6
图 12: 2018~2023 年合同负债	7
图 13: 2018~2023 年经营活动现金流净额	7
图 14: 2018~2023 年 ROE 及趋势	7
图 15: 2018~2023 年资产负债率及趋势	7
图 16: 连接器分类: 主要分为电连接器、光连接器和流体连接器	8
图 17: 连接器产业链: 分为上游原材料、中游制造和下游应用	9
图 18: 2023 年全球连接器下游市场结构	9
图 19: 2022 年全球连接器地区分布情况	9
图 20: 国内外代表厂商布局情况 (左图); 2021 年全球连接器市场份额 (右图)	10
图 21: 中国连接器企业分布地域图	10
图 22: 2019~2024E 全球连接器市场规模及同比增速	11
图 23: 2019~2024E 中国连接器市场规模及同比增速	11
图 24: 2010~2020 年中国防务连接器市场规模及同比增速	11
图 25: 2013~2020 年中国防务连接器前五大企业合计营收与集中度变化及趋势	11
图 26: 电连接器产品发展趋势 (左图); 陕西华达 MK512 模块化射频转接板 (右图)	12
图 27: 2010~2019 年全球雷达市场情况 (左图); 2025 年全球特种雷达市场结构 (右图)	13
图 28: 2021~2025E 中国卫星互联网市场规模及同比增速	13
图 29: 各国在轨卫星数量占比 (统计截至 2023 年 5 月 1 日)	13
图 30: 2018~2023 年主营产品营收规模	14
图 31: 2018~2023 年分产品营收结构	14
图 32: 2018~2023 年主营产品毛利率及综合毛利率	14
图 33: 2023 年主营产品毛利贡献度	14
图 34: 2020~2022 年射频同轴连接器销量及同比增速	15
图 35: 2020~2022 年射频同轴连接器单价及同比增速	15
图 36: 2020~2022 年低频连接器销量及同比增速	15
图 37: 2020~2022 年低频连接器单价及同比增速	15
图 38: 2020~2022 年射频同轴电缆组件销量及 YOY	16
图 39: 2020~2022 年射频同轴电缆组件单价及 YOY	16
图 40: 2020~2022 年射频同轴电缆组件产销情况	16
图 41: 2020~2022 年电连接器产销情况	16
图 42: 2020~2022 年射频同轴电缆组件产能利用率	16
图 43: 2020~2022 年连接器产能利用率	16
图 44: 2020~2023 年前五大供应商采购额及占成本比	17
图 45: 2020~2023 年前五大客户销售额及占营收比	17
图 46: 2023 年分产品成本结构	17
图 47: 2023 年分类别成本结构	17
图 48: IPO 募集资金投资项目计划	18
图 49: 同行业可比上市公司比较分析	19
图 50: 同行业可比公司营收对比	20
图 51: 同行业可比公司归母净利润对比	20
图 52: 同行业可比公司毛利率对比	20
图 53: 同行业可比公司净利率对比	20
图 54: 同行业可比公司期间费用率对比	21

图 55: 同行业可比公司研发费用率对比 .....21

## 表格目录

盈利预测与财务指标 ..... 1  
表 1: 分产品营业收入 (百万元) 及同比增速预测 .....23  
表 2: 分产品毛利 (百万元) 及毛利率预测 .....23  
表 3: 可比公司 PE 数据对比 .....24  
公司财务报表数据预测汇总 .....26

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026