

富士达 (835640)

高频连接器龙头，军民双赛道共振

增持 (首次)

2024年05月11日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	808.48	815.14	921.86	1,127.84	1,380.62
同比 (%)	34.02	0.82	13.09	22.34	22.41
归母净利润 (百万元)	142.83	146.17	149.29	191.94	227.90
同比 (%)	40.10	2.34	2.13	28.57	18.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.76	0.78	0.80	1.02	1.21
P/E (现价&最新摊薄)	19.44	18.99	18.60	14.47	12.18

投资要点

- 中国航空工业集团体系高频连接器供应商:** 近期公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 公司业绩短期承压。1) 从年报看, 公司业绩波动不大。公司 2023 年实现营业收入 8.15 亿元, 同比 0.82%; 归母净利润 1.46 亿元, 同比 2.34%; 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同比 0.35%。2) 分业务来看, 射频同轴连接器业务收入 4.20 亿元, 同比 8.81%; 射频同轴电缆组件收入 3.85 亿元, 同比-7.23%; 其他收入 0.11 亿元, 同比 31.89%。3) 从一季报看, 公司 2024 年一季度实现营业收入 1.92 亿元, 同比-7.92%; 归母净利润 0.13 亿元, 同比-68.42%; 扣非归母净利润 0.12 亿元, 同比-71.91%。2024Q1 的放缓主要由军品放量节奏减缓所致, 但民品增速依然强劲, 我们预计 2024 年后季将逐季修复盈利下滑的情况。
- 军民双赛道共振, 景气度旺盛:** 射频同轴连接器产品在军用和民用两个赛道都有广泛应用: 1) 军用方面, 我国低轨卫星产业实质性加速, 星网发布“GW”计划助力卫星互联网行业发展, 国家政策驱动下航天航空市场前景广阔, 中航集团取得先行优势。2) 民用方面, 我国通信行业发展, 电信运营商加大 5G 投资力度, 通信技术服务市场需求持续增长, 射频连接器商用价值凸显。
- 公司产品业务前景良好:** 1) 我国独立自主发展技术的行业需求提升, 公司本身呈现强大产品优势和盈利能力。2) 发挥华为主要供货商优势, 围绕华为拓展业务, 国产替代趋势下呈现可观的替代潜力, 深化与华为的技术合作。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计富士达 2024-2026 年营业收入达到 9.22/11.28/13.81 亿元, 同比增速分别为 13.1%/22.3%/22.4%; 预计归母净利润分别为 1.49/1.92/2.28 亿元, EPS 分别为 0.80/1.02/1.21 元。按 2024 年 5 月 10 日收盘价, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 18.60/14.47/12.18 倍。富士达 2024 年 PE 较行业平均明显较低, 且公司在射频同轴连接器领域的潜力上有待发掘, 因此估值有望进一步抬升。基于此, 我们首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 下游行业需求变化的风险、技术更新换代风险、客户集中度较高的风险、应收账款金额较大的风险、经营性现金流量波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.79
一年最低/最高价	13.32/21.18
市净率(倍)	3.16
流通 A 股市值(百万元)	2,669.79
总市值(百万元)	2,776.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.68
资产负债率(% ,LF)	31.99
总股本(百万股)	187.73
流通 A 股(百万股)	180.51

相关研究

《富士达(835640): 国内射频同轴连接器领先者, 技术领先+客户资源+产能扩张促进公司发展》

2022-11-18

内容目录

1. 中国航空工业集团体系高频连接器供应商	4
1.1. 背靠军工核心资产，专注细分赛道	4
1.2. 盈利稳定可观，客户集中度高	6
1.3. 加大研发投入，增厚技术实力	10
2. 军民双赛道共振，景气度旺盛	11
2.1. 射频连接器产品应用广泛	11
2.2. 军工领域：卫星发射带来强劲需求，关注宇航领域	12
2.3. 民用领域：5G 行业蓬勃发展，环境持续向好	13
3. 业务拓展迅速，份额不断提升	16
3.1. 军工领域：独立自主行业需求与产品优势同步提升	16
3.2. 民用领域：围绕华为拓展业务，国产替代助力份额提升	17
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 估值与评级	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 2019 年至 2023 年公司营收与归母净利润	7
图 4: 2019 年至 2023 年公司毛利率、净利率及 ROE.....	7
图 5: 近年公司与可比公司毛利率对比.....	7
图 6: 近年公司与可比公司净利率对比.....	7
图 7: 2019 年至 2023 年公司资产负债率及应收账款.....	8
图 8: 2019 年至 2023 年公司经营性现金流.....	8
图 9: 2019 年至 2023 年公司分业务收入 (亿元)	8
图 10: 2020 年至 2023 年公司分业务毛利率	8
图 11: 2020 年至 2023 年公司分地区收入占比	9
图 12: 2020 年至 2023 年公司分地区毛利率	9
图 13: 2020 年至 2023 年公司研发费用及占收入比.....	10
图 14: 2021 年至 2023 年公司专利数量情况	10
图 15: 2021-2023 年公司与可比公司研发人员人数对比.....	10
图 16: 2020-2023 年公司与可比公司研发费用率对比	10
图 17: 射频同轴连接器发展历程	11
图 18: 射频同轴连接器发展历程	12
图 19: 2020 年至 2023 年中国 5G 基站情况	14
图 20: 2020 至 2023 年三大电信运营商资本开支 (亿元)	14
图 21: 2022 年三大电信运营商 5G 投资情况	14
图 22: 2020 年至 2023 年可比公司射频同轴连接器产品营业收入额对比.....	16
图 23: 2020 年至 2023 年可比公司射频同轴连接器产品毛利率对比.....	16
表 1: 公司主要产品情况.....	6
表 2: 公司 2023 年主要客户情况	9
表 3: 公司主要产品情况对比	17
表 4: 公司盈利预测.....	19
表 5: 可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 10 日)	20

1. 中国航空工业集团体系高频连接器供应商

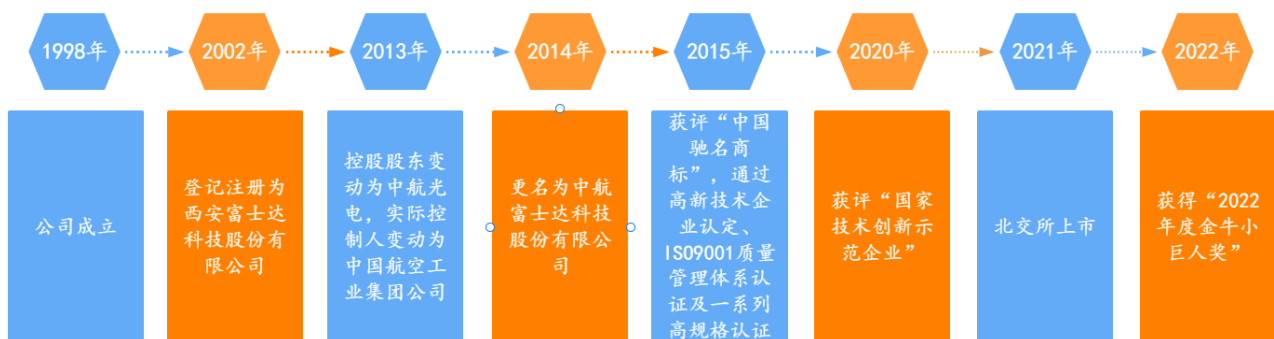
1.1. 背靠军工核心资产，专注细分赛道

富士达深耕射频同轴连接器二十余载，大力投入研发，不断创新。公司成立于1998年5月，于2002年12月登记注册为西安富士达科技股份有限公司，如图1所示。2013年11月，中航光电以协议转让方式受让中航富士达48.2%的股份，自此中航光电成为中航富士达第一大股东。自2013年11月起，西安富士达科技股份有限公司由无控股股东及实际控制人变动为中航光电为控股股东、中国航空工业集团公司为实际控制人。2014年12月经西安市工商行政管理局审核批准，更名为中航富士达科技股份有限公司（文中简称“公司”，下同）。

2015年，公司获评“中国驰名商标”，并通过高新技术企业认定、ISO9001质量管理体系认证、ISO14001环境管理体系认证，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，于2020年获评“国家技术创新示范企业”。除此之外，还获得“中国质量奖提名奖”、“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AAAAA级”、“陕西省质量管理奖”、“西安市质量管理奖”等一系列荣誉。

公司于2021年11月正式登陆北交所，成为北交所首批、央企下属公司首家、军工概念首家上市公司。同年，公司被列入国家工信部专精特新“小巨人”企业名录。2022年，公司获评国家级“绿色工厂”，入选全国第二批“健康企业建设优秀案例”名单，获得“2022年度金牛小巨人奖”、第十七届上市公司价值评选“北交所上市工作价值10强”、“北交所最具投资价值企业”、“专精特新优质企业”等多项荣誉。截止到2024年3月，公司共发布13项IEC国际标准、拥有有效专利180项，是我国射频连接器行业拥有IEC国际标准最多的企业。

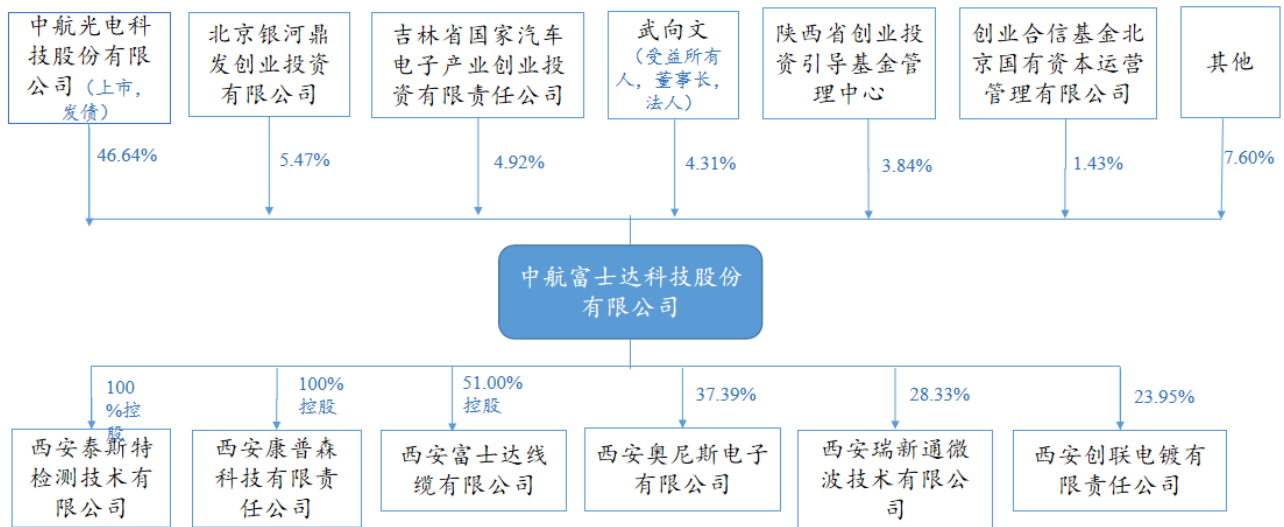
图1：公司发展历程



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司股权结构较为集中。截至 2023 年底，第一大股东为中航光电科技股份有限公司，合计持有 46.6% 股份；第二、第三大股东为北京银河鼎发创业投资有限公司、吉林省国家汽车电子产业创业投资有限责任公司，分别持有公司 5.5%、4.9% 股份。第四大股东为董事长兼法人武向文，持有公司 4.3% 股份。武向文，1969 年生，本科学历，历任国营第八五三厂仪表科技术员、设计所设计师、设计所副所长、富士达有限、富士达股份、富士达副总经理、总工程师、富士达总经理。

图2: 公司股权结构



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司是一家专业从事射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频电缆等产品的研发、生产和销售的高新技术企业，是国内为数不多的在上述领域具有自主知识产权的供应商，拥有九项 IEC 国际标准。公司产品划分为射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频同轴电缆，为 5G 新基建、航天互连产品、卫星通讯、载人航天、外太空探测等领域提供配套。产品分类、主要产品介绍和产品用途特征如表 1 所示。

表1: 公司主要产品情况

产品种类	产品介绍
集束射频同轴连接器	 <p>一种多同轴连接器，可通过一次连接实现多路信号的对接，实现信号快速连接。具有抗震抗冲击能力强、可靠性高、耐环境性好、机械和电气性能优良等优点。</p>
射频同轴连接器	毫米波  <p>在 SMA 基础上发展起来的精密毫米波连接器，具有体积小，重量轻，使用频率高，连接可靠等优点。</p>
	50 Ω 射频同轴连接器  <p>超小型推入式射频同轴连接器，体积微小、重量轻、工作频带宽，可以满足快速装配、测试的要求，具有良好的机械可靠性，能满足整机系统震动冲击的要求。</p>
	75 Ω 射频同轴连接器  <p>富士达可以根据客户要求制定 75Ω 系列射频同轴连接器，具体结构参照 50Ω 同类系列产品。</p>
射频同轴电缆组件	高性能测试电缆组件  <p>特点： 1.良好的屏蔽性能； 2.相位稳定性较好； 3.低插入损耗； 4.测试和测量应用，微波设备互联应用。</p>

数据来源：公司官网，采芯网，东吴证券研究所

1.2. 盈利稳定可观，客户集中度高

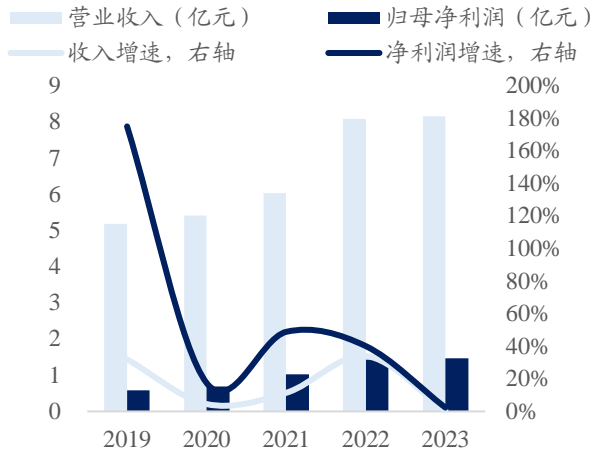
近期公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，公司业绩短期承压。从年报看，公司业绩波动不大。公司 2023 年实现营业收入 8.15 亿元，同比 0.82%；归母净利润 1.46 亿元，同比 2.34%；扣非归母净利润 1.33 亿元，同比 0.35%。分业务来看，射频同轴连接器业务收入 4.20 亿元，同比 8.81%；射频同轴电缆组件收入 3.85 亿元，同比-7.23%；其他收入 0.11 亿元，同比 31.89%。从一季报看，公司 2024 年一季度实现营业收入 1.92 亿元，同比-7.92%；归母净利润 0.13 亿元，同比-68.42%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比-71.91%。2024Q1 的放缓主要由军品放量节奏减缓所致，但民品增速依然强劲，我们预计 2024 年后续将逐季修复盈利下滑的情况。

公司历史上营收和归母净利润持续增长，盈利能力稳定。2019 至 2023 年间，公司营收从 5.2 亿元增长到 8.2 亿元，年复合增速达到 12.0%；归母净利润从 0.6 亿元增长到 1.5 亿元，年复合增速达到 25.7%，增长态势良好，如图 3 所示。

纵向看，公司持续体现出较强的盈利能力。2019 年至 2023 年公司毛利率从 31.5%

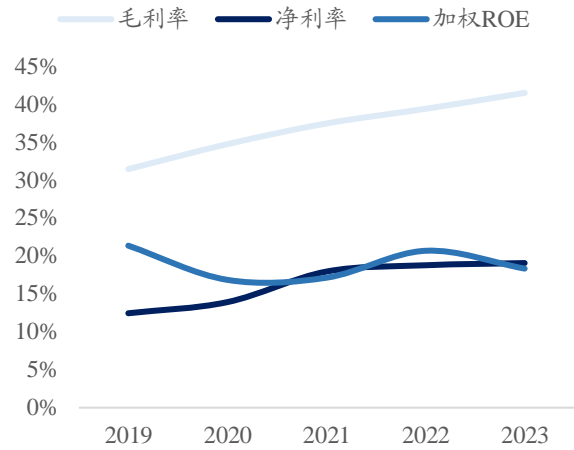
持续增长到 41.5%，年复合增速达到 7.1%；该段时间内公司净利率从 12.5%持续增长至 19.1%，年复合增速达到 11.2%。加权 ROE 相对稳定，2019 至 2023 年来保持在 15%以上，如图 4 所示。

图3：2019 年至 2023 年公司营收与归母净利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

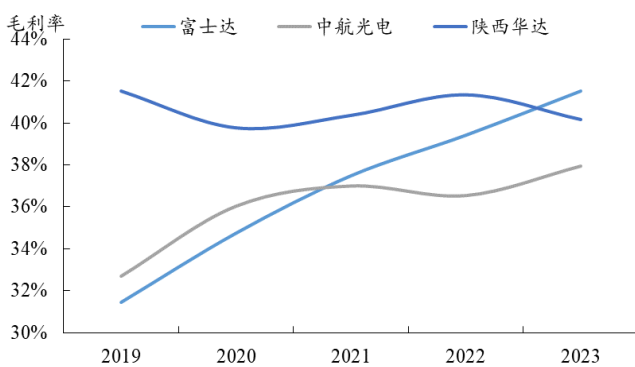
图4：2019 年至 2023 年公司毛利率、净利率及 ROE



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

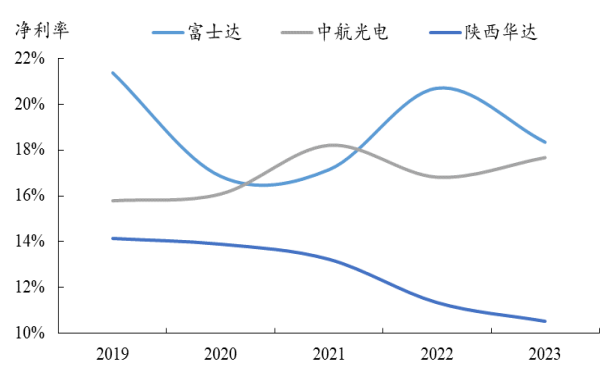
横向看，公司相较行业同类公司盈利管控能力更强。公司 2019 年至 2023 年毛利率持续稳定增长，从 2021 年起超过中航光电，于 2023 年达到 41.5%，超过陕西华达，如图 5 所示。2019 年至 2023 年净利率保持稳定且较高水平，持续高于陕西华达，于 2022 年起超过中航光电，于 2023 年达到 18.3%，如图 6 所示。这显示着公司具有稳定且高于中航光电、陕西华达等竞争对手的盈利能力。

图5：近年公司与可比公司毛利率对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图6：近年公司与可比公司净利率对比



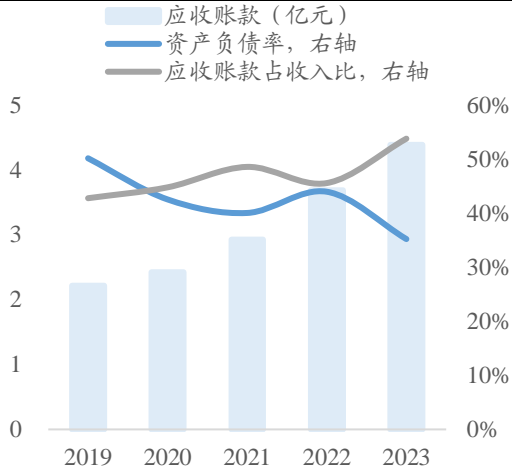
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司资本结构良好，应收账款规模增加。2019 年公司资产负债率水平达到 50.2%，2020 年至 2023 年资产负债率水平都维持在 50%以下，2019 年至 2023 年资产负债率下降 15.0%，资本结构改善，呈健康态势；2019 年至 2023 年公司应收账款规模持续增加，从 2019 年的 2.2 亿元增长到 2023 年的 4.4 亿元，年复合增长率达到 18.9%，2023 年应

收账款占营业收入比达 53.9%，如图 7 所示。

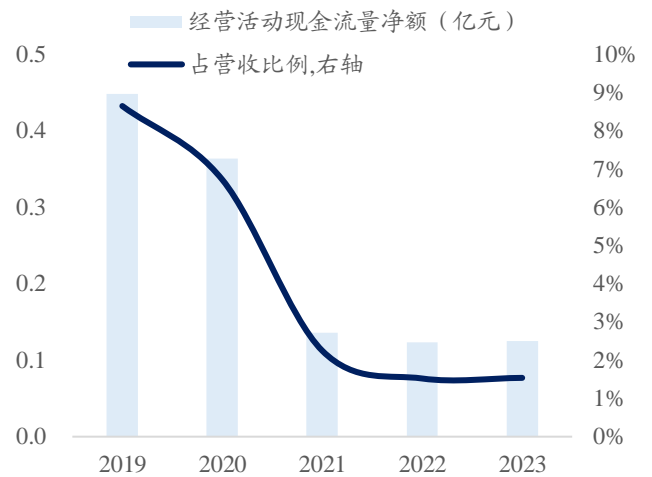
在经营性现金流方面，2019 年至 2022 年经营活动现金流量净额及占营收比重持续下降，如图 8 所示。应收账款规模的增加，和现金流水平近年来的下降，主要原因是公司的规模扩大且防务产品销售比例增加，防务产品的收款周期长。

图7：2019 年至 2023 年公司资产负债率及应收账款



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

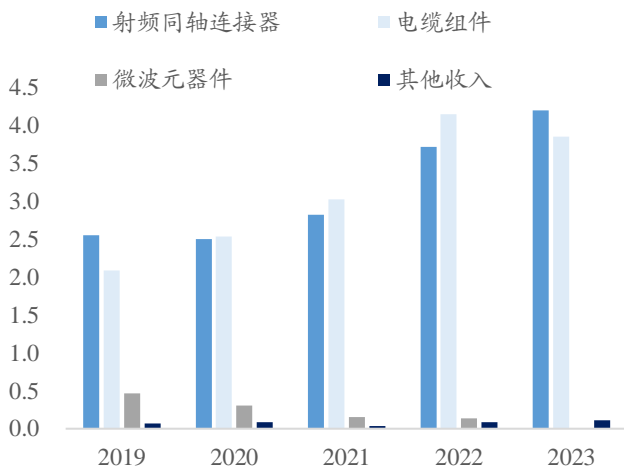
图8：2019 年至 2023 年公司经营性现金流



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

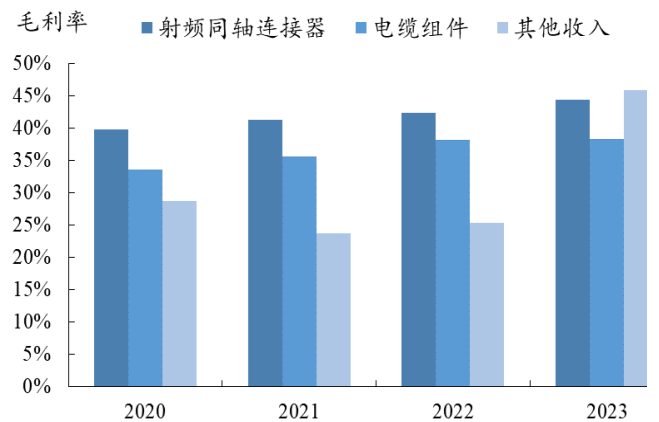
分业务看，射频同轴连接器、电缆组件业务收入占比超九成。受疫情影响，2020 年公司射频同轴连接器收入有所下降，但 2019 年至 2023 年射频同轴连接器收入总体呈增加态势。如图 9 所示，2019 年至 2022 年电缆组件收入持续增加，而自 2023 年起，公司减少其对微波元器件业务子公司持股至 28.3%，该项业务不再并表。公司历史盈利能力较强，各项分业务毛利率保持在较高水平，如图 10 所示。

图9：2019 年至 2023 年公司分业务收入（亿元）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图10：2020 年至 2023 年公司分业务毛利率

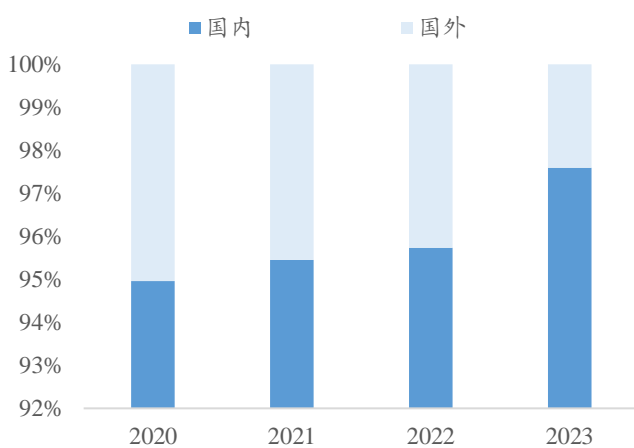


数据来源：iFind，东吴证券研究所

分地区看，国内业务收入占比超九成，客户集中度高。公司的市场包括华东、华南、西南、华北、华中、西北、国外七个市场区域，是我国该行业出口量最大的企业，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。从国内看，2020年至2023年公司国内销售收入占比均在90%以上，且逐渐增加，如图11所示。国外销售收入占比下降，主要是因为国际市场的需求减少，海外市场营收规模减小。

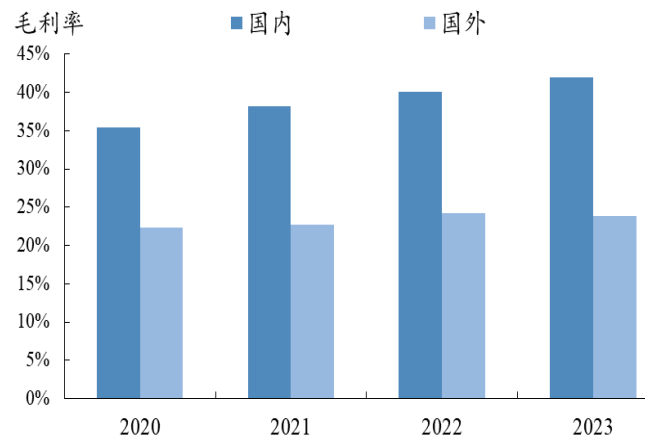
从毛利率看，2020年至2023年国内业务的毛利率可观且呈持续增长态势，如图12所示。主要原因是公司持续深耕防务市场、加强技术研发、扩充产能，提高生产运营效率，使得公司国内市场营收规模、经济效益稳步提升。国外业务盈利能力较为稳健，但逊于国内业务水平，这是国际市场需求下滑所致。

图11: 2020年至2023年公司分地区收入占比



数据来源: 东吴证券研究所

图12: 2020年至2023年公司分地区毛利率



数据来源: 东吴证券研究所

公司产品的销售对象主要是通信行业，主要客户包括华为、RFS等全球知名通信设备厂商以及中国电子科技集团、中国航天科技集团、中国航天科工集团等国内大型集团下属企业或科研院所等。在主要客户方面，2023年公司的前三名客户销售占比分别为24.4%、19.4%、15.4%，客户集中度高，同时体现了公司雄厚的航空航天类国企背景和与华为公司的紧密联系，如表2所示。

表2: 公司2023年主要客户情况

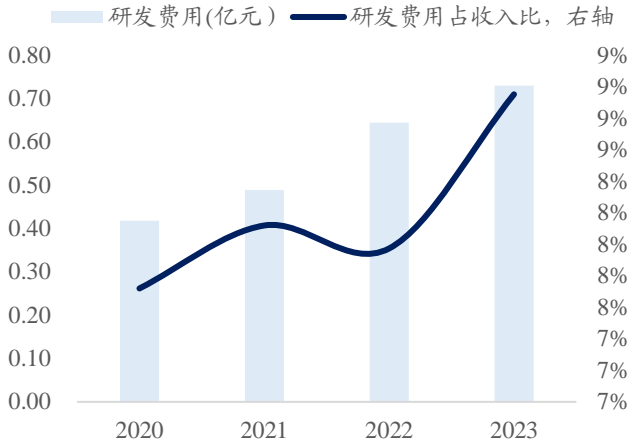
客户	销售金额 (亿元)	年度销售占比%	是否存在关联关系
中国电子科技集团有限公司下属公司	1.99	24.38	否
华为技术有限公司及下属公司	1.58	19.36	否
中国航天科技集团有限公司下属公司	1.25	15.38	否
中国航天科工集团有限公司下属公司	0.87	10.64	否
中国航空工业集团有限公司下属公司	0.61	7.48	是
合计	6.30	77.24	

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.3. 加大研发投入，增厚技术实力

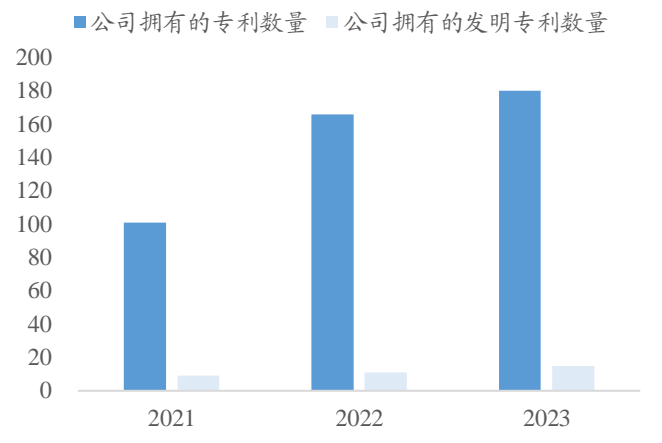
2020年至2023年公司的研发费用逐步增加，从2020年的0.4亿元增长到2023年的0.7亿元，年复合增速达到20.5%，研发费用占收入比从7.5%提升至9.0%，如图13所示。2021年至2023年公司拥有的专利数和发明专利数稳步增加，拥有的专利数在三年内增加79项，拥有的发明专利数增加6项，如图14所示。

图13: 2020年至2023年公司研发费用及占收入比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

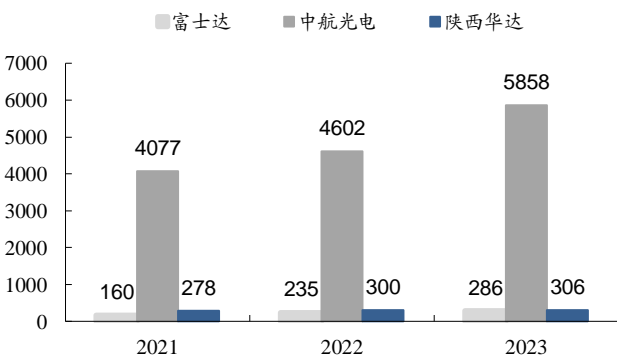
图14: 2021年至2023年公司专利数量情况



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

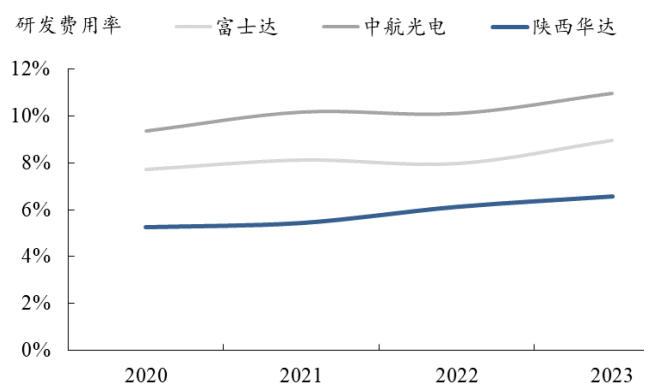
从2021年至2023年的情况看，与同业竞争对手中航光电、陕西华达对比，公司的研发人员人数略有不足，研发费用率居中，但呈递增态势，如图15、16所示。

图15: 2021-2023年公司可与可比公司研发人员人数对比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图16: 2020-2023年公司可与可比公司研发费用率对比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

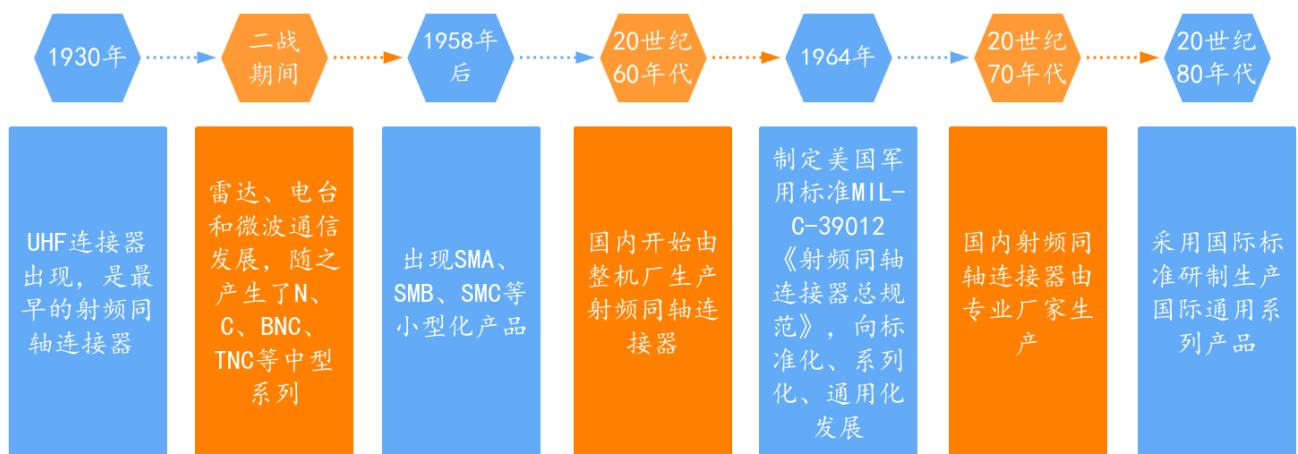
2. 军民双赛道共振，景气度旺盛

2.1. 射频连接器产品应用广泛

连接器是构成整机电路系统电气连接必需的基础元件之一，基本的连接器包括接触界面、接触涂层、接触弹性组件、连接器塑料本体四个部分，通过电线、电缆、印刷电路板和电子元件之间的连接与分离，进而使器件与组件、组件与机构、系统与子系统之间起着电气连接和信号传递的作用。根据连接器技术发展与实际方向不同，连接器可以分为低频圆形连接器、矩形连接器、印制电路连接器、射频连接器、光纤连接器等。

公司的主营产品射频同轴连接器，是一种装接在电缆上或安装在仪器上的元件，用于传输线电气连接或分离，是一种机电一体化的产品，具有传输频率范围宽的特点，在雷达、通信、航空等领域有较大范围的运用。射频同轴连接器相较于其他的电子元件发展史较短，1930年出现最早的射频同轴连接器，国内的射频同轴连接器从20世纪60年代开始由整机厂研制生产，起步较晚，发展历程见图17。

图17：射频同轴连接器发展历程



数据来源：微波射频网，东吴证券研究所

公司在军用和民用两个赛道分别推出相应射频同轴连接器产品。在军品方面，航天的需求，尤其是未来几年内宇航领域对卫星发射的高需求创造了航天连接器的广阔市场。民品方面，目前5G行业蓬勃发展，创造了该市场的新需求。

射频同轴连接器产业链上游主要是原材料市场，包括金属部件、非金属部件、接插件、线缆等，下游主要是汽车、通讯、雷达、航空航天、通信、数据传输、交通等领域。射频同轴连接器产业链见图18。

图18: 射频同轴连接器发展历程



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

2.2. 军工领域: 卫星发射带来强劲需求, 关注宇航领域

未来几年, 我国对卫星发射的需求强劲, 宇航领域值得关注。从发展历史来看, 我国近地轨道卫星星座计划虽起步较晚, 但近年来国内多个卫星星座计划也相继启动, 发展后势强劲。中国航天科技集团和中国航天科工集团分别制定了面向低轨卫星组网的“鸿雁星座”和“虹云工程”计划, 其中“鸿雁星座”由 324 颗低轨道卫星及全球数据业务处理中心组成, “虹云工程”由 156 颗低轨卫星构成。航天行云科技有限公司推出“行云系统”, 预计发射 80 颗低轨道小卫星, 建设一个覆盖全球的天基物联网。

2018 年 12 月, 航天科工集团“虹云计划”的首颗技术验证星成功发射, 并首次将毫米波相控阵技术应用于低轨宽带通信卫星。银河航天提出的“银河 Galaxy”是国内规模最大的卫星星座计划, 计划到 2025 年前发射约 1000 颗卫星。首颗试验星已于 2020 年 1 月发射成功, 通信能力达 10Gbps, 成为我国通信能力最强的低轨宽带卫星。

2020 年后, 随着国内卫星互联网规模化应用逐渐扩张, 中国低轨卫星产业进入实质性加速阶段。2020 年, 我国首度向联合国提交了构建由 1.3 万颗低轨通信卫星组成的高速互联网的计划。

长期以来, 我国卫星市场都由国企主导, 卫星互联网产业初期同样由航天国有企业牵头。2021 年 4 月 28 日, 中国卫星网络集团公司(星网)正式成立, 专门负责统筹中国卫星互联网建设的规划与运营, 同期星网发布“GW”星座计划, 从已发布规划的星座计划数量来看, 未来中国星网将成为我国卫星互联网行业的“带头人”。从产业链各企业性质来看, 国内已形成“国家队主导, 上市企业参与”的全景格局。近年来上市企业也陆续参与到我国卫星互联网产业建设中。除专注低轨卫星制造和火箭发射技术的九天微星、银河航天等上游企业外, 更多上市企业将目光投向了技术、资金要求相对较低的

中下游产业链，成为了卫星互联网产业链中重要的补充环节。

2022年，星网集团启动卫星通信地面网络建设，并筹备商业火箭发射基地，中国低轨卫星产业进入实质性加速阶段。目前卫星互联网已上升为国家战略性工程，融入遥感工程、导航工程，成为我国天地一体化信息系统的重要组成部分，未来在国家政策法规的驱动下发展前景广阔。

截至2024年1月，中国已着手构建自己的低轨卫星通信网，拟在近地轨道建立由2.6万颗卫星组成的网络。我国将花费约10年时间完成卫星发射，并构建一套完备的卫星通信网络系统。中国星网集团已经决定将在2024年上半年发射首颗中国版“星链”卫星。到2029年发射卫星数量将达到1300颗，到2035年完成共计1.3万颗卫星的发射任务。

在航空航天领域，中国星网将在2024年上半年迎来“星链”实际落地的第一步，未来，中国星网会加速上天，商业化步伐加快，加上低轨化、规模化、低成本的发展趋势，将使卫星互联网产业的发展驶入快车道。在防务领域，未来受益于军队现代化建设，以及电子元器件国产化要求日益提升，市场有望继续扩大。而公司背靠中航集团，具有雄厚的航空航天背景，未来有望在军工领域尤其是宇航领域占据可观的市场份额。

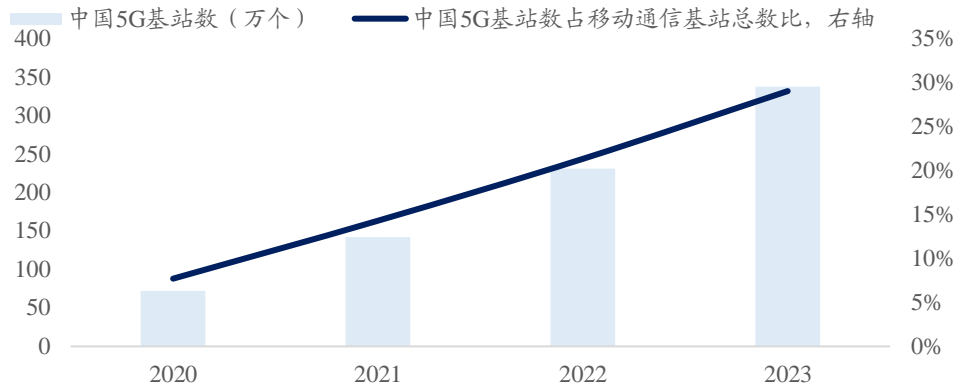
2.3. 民用领域：5G行业蓬勃发展，环境持续向好

通信行业发展推动通信技术服务业增长。随着电信运营商不断加大资本开支及网络运营维护投入，通信技术服务市场需求持续增长。根据工业和信息化部和中国信息通信研究院统计数据，中国信息服务市场规模逐年快速提升，预计将从2021年的12.5万亿元增长至2025年的22.8万亿元。

我国通信技术服务业市场发展与通信行业固定资产投资密切相关，近年来，我国5G相关投资增长较快。5G基站建设方面，我国继续加快推进。根据工业和信息化部统计数据，截至2023年底，全国移动通信基站总数达1162万个，其中5G基站为337.7万个。5G行业持续向好带动公司业务不断增长。我国高度重视5G行业发展，大力推进5G技术、标准和产业发展，出台了一系列促进行业发展的政策文件，顶层设计基本形成，行业发展环境持续向好。

2020年至2023年中国5G基站数逐年增加，从2020年的72万个增长到2023年的337.7万个，5G基站数占移动通信基站比重逐年增加，从7.7%增加到29.1%，增速可观，如图19所示。

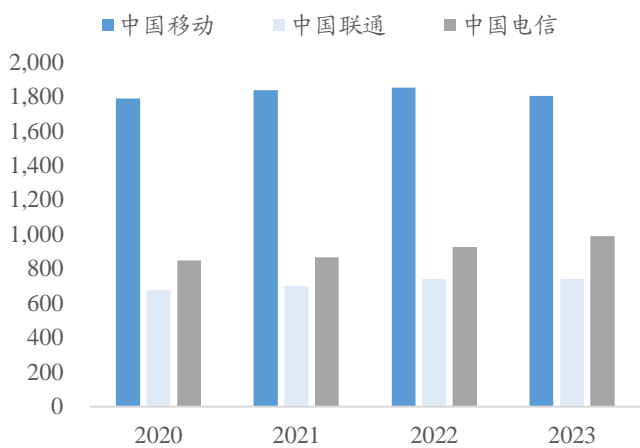
图19: 2020年至2023年中国5G基站情况



数据来源: Wind, 工信部, 东吴证券研究所

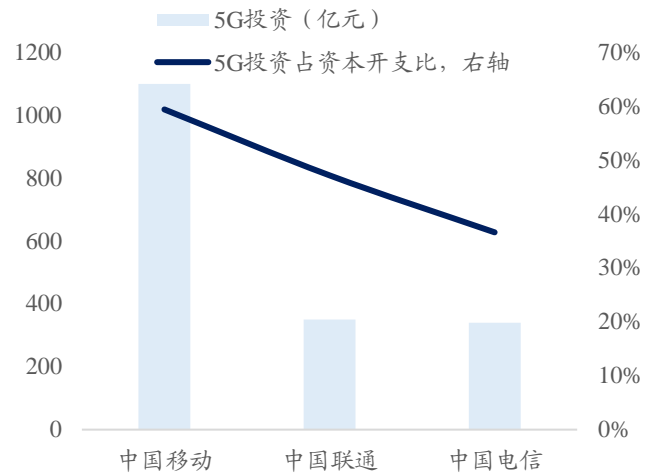
我国三大电信运营商（中国移动、中国联通、中国电信）2020至2023年资本开支逐步提高，5G投资占资本支出比可观，如图20、21所示。其中，中国移动资本支出体量最大，5G投资占资本开支比最高，而中国联通和中国电信的资本支出呈上升态势，5G投资占资本开支比也均超过四成，提供了广阔的5G领域市场。

图20: 2020至2023年三大电信运营商资本开支(亿元)



数据来源: 东吴证券研究所

图21: 2022年三大电信运营商5G投资情况



数据来源: 东吴证券研究所

5G 市场的需求十分强劲，在原有 5G 技术之上又催生了新需求。在通信领域，5G 投资高峰期已过，5G 基站整体建设速度会放缓。在 5G 的基础上，国内厂商积极布局 5G-A，应用于低空经济监视领域，主要解决数据量大导致带宽不足、时延过长以及稳定性问题。5G-A 可以大幅降低时延，满足低空经济下的即时反馈需求，较强的发射功率减少了传统地面基站的断联或阻隔问题。5G-A 技术其实是在现有的 5G 基站基础上增加了雷达功能，成本相对低，构建和部署难度不大。

2023 年全球连接器总体市场规模呈上升态势。随着下游终端市场的扩张和技术的更新换代，中国连接器市场仍保持较快增长，根据 Bishop & Associates 的数据，2023

年中国连接器行业市场规模为 250 亿美元，约占全球市场的 30.51%。随着我国航天事业快速发展，2023 年中国航天全年完成 67 次发射任务。卫星互联网在 6G 通讯、导航定位等方面战略价值凸显，我国通信卫星部署亦明显加速，尤其是商用卫星将迎来高速发展的全盛时期。

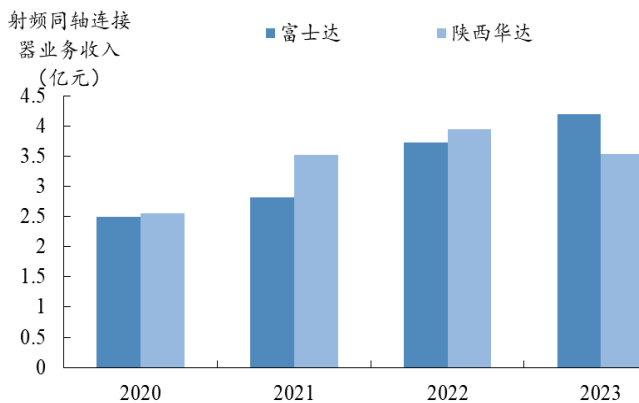
5G-A 加速商业化，将推动射频连接器发展。根据工信部最新数据，随着 5G 通信商用的进一步普及和 5G-A 通信建设的推进，通信应用领域不断拓展。新能源汽车市场、人工智能及物联网等应用领域也迎来快速发展阶段，未来连接器市场规模将不断增长。未来，IMT-2020（5G）推进组将围绕标准、技术、应用、行业四路并举，推进 5G-A 迈向商用，进一步促进数字经济发展。同时要加快 5G 和千兆光网建设，全面推进 6G 技术研发和产业布局，深度赋能行业智能化转型。中国通信标准化协会认为，5G-A 产业加速迈向商用，将成为支撑我国数字经济高质量发展的中坚力量，推动通信射频连接器保持高景气水平。

3. 业务拓展迅速，份额不断提升

3.1. 军工领域：独立自主行业需求与产品优势同步提升

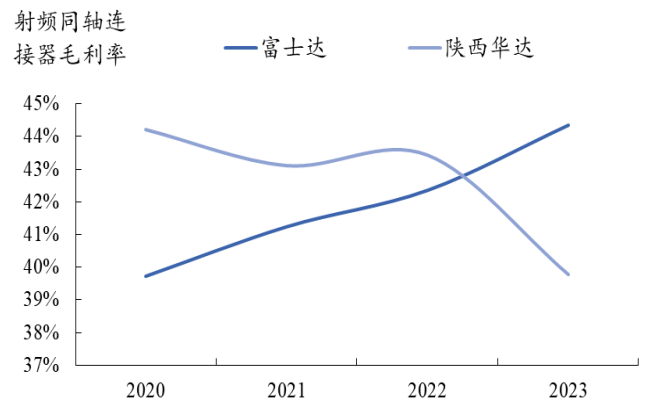
我国巨量卫星的发射计划对射频同轴连接器提出了巨大的需求，但由于当前国际形势和国家政策下我国独立自主发展技术的要求，国内企业成为我国航天所使用连接器的唯一供给方，因此在军工赛道，公司只面临国内竞争对手的挑战，主要竞争对手是陕西华达，将公司与陕西华达在射频同轴连接器产品业务上的营收和盈利情况进行对比，如图 22、23 所示。对比可知，在国内航天连接器市场上，截至 2023 年，公司的基础份额更大，且表现出较强且稳定增长的盈利能力。有理由推断公司未来仍保持较大的基础份额和强而稳健的盈利能力。

图22：2020年至2023年可比公司射频同轴连接器产品营业收入额对比



数据来源：东吴证券研究所

图23：2020年至2023年可比公司射频同轴连接器产品毛利率对比



数据来源：东吴证券研究所

公司的射频同轴连接器产品具有独特的竞争优势，使得公司未来有望保持射频同轴连接器市场比较大的份额：（1）公司产品得到客户广泛应用和认可，可为客户提供特殊应用环境的定制化需求；（2）在高频率、集成化、大功率、板间互联、低互调等方面形成了自有核心技术，可提供频率高达 110GHz 的连接器设计生产测试服务；（3）公司为国内少有的可提供宇航特殊环境应用连接器厂商之一；（4）公司研发了 MQ4 系列、MQ5 系列多通道射频连接器，拥有自主知识产权，并主导制定了 IEC 国际标准，该系列产品在 5G 通讯领域的需求将持续增长；（5）采用毛纽扣的射频通道连接技术逐步成熟，可为客户提供低矮化、高密度、免焊接的连接方案；（6）公司研发了高低频混装、射频高速等集成类产品，拥有自主知识产权，为数字化传输提供良好的解决方案；（7）公司研发了量子计算射频类产品，适用于超低温下射频信号的传输，满足新一代量子计算机射频传输需求。

3.2. 民用领域：围绕华为拓展业务，国产替代助力份额提升

公司的最大客户是华为，主要围绕华为拓展业务，围绕通讯基站领域进行产品和服务的开发。华为在 5.5G、光刻机、声光项目等方面都提出了产品新需求，而公司产品的质量和价格都已经达到华为的需求，有望拿到较大份额。公司在射频同轴连接器方面最大的竞争对手是 Rosenberg 罗森伯格亚太有限公司（简称“罗森伯格”，下同），公司与罗森伯格的主要产品情况对比如下表 3。

表3：公司主要产品情况对比

产品种类	图例	富士达	罗森伯格
		SMP 系列射频同轴连接器、 50Ω SMP 射频同轴连接器	SMP 射频同轴插孔电缆安装连接器系列 50Ω SMP 射频同轴连接器
50Ω 射频 同轴连接器		SMA 系列射频同轴连接器、 50Ω SMA 射频同轴连接器	SMP 射频同轴插孔电缆安装连接器系列 50Ω SMP 射频同轴连接器
		BNC 系列射频同轴连接器、 50Ω BNC 射频同轴连接器	BNC 射频同轴端接器系列 50Ω BNC 射频同轴端接器
75Ω 射频 同轴连接器		富士达可以根据客户要求制定 75Ω 系列射频同轴连接器，具体结构参照 50Ω 同类系列产品。	75Ω BNC 射频同轴插孔-插孔适配器- 71K101-K00N5
集束射频 同轴连接器		GJB599I 系列集束连接器、 GJB599III 系列集束连接器、 矩形射频集束连接器、 L32 系列射频同轴集束连接器及组件、矩形射频集成连接器	NEX4-10 集束连接器
毫米波射频同 轴连接器		1.0 系列精密同轴连接器、 1.85 系列精密同轴连接器、 2.4 系列精密同轴连接器、 2.95 系列精密同轴连接器	QMA 直角插孔到插孔射频同轴毫米波连接器适配器-28K101-K00N5

数据来源：公司官网，采芯网，东吴证券研究所

由上表可见，公司的主要产品种类丰富，且具有不逊于罗森伯格同类产品的优良性能。而在目前国产替代的总趋势下，作为民用射频同轴连接器的重要供货商，公司比罗森伯格更受到华为公司的青睐，具有强大的替代品优势。

公司与华为在射频同轴连接器业务上开展了广泛而深入的合作。从 2016 年起，华为开始开发多通道射频集束连接器，而公司与华为在创新研发方面进行了深度合作，共同推出了 MQ 系列连接器相关标准。此后华为宣布向包含公司在内的国内少数主流连接器制造商许可 MQ4/MQ5 射频集群连接器专利。MQ4、MQ5 多通道射频连接器是公司与华为、中国移动联合开发的适用于 FDD-LTE 天线设备的连接器，其中，MQ4 型多射频通道连接器旨在适用于 FDD-LTE 制式通讯设备使用多射频通道连接器，是公司面向 5G 推出的高性能集成化的射频连接器。MQ4、MQ5 多通道射频连接器具有安装便利、占用空间小等优点，满足未来天线小型化和高度集成的特点，可以预见未来广阔的市场空间。

2019 年，华为的 MQ4/MQ5 射频集群连接器被推荐作为早期 5G 部署的行业标准。随着 MQ4 型多射频通道连接器国际标准正式发布，MQ4 型多射频通道连接器迅速获得国际认可。目前，MQ4、MQ5 系列产品已成为公司 5G 技术储备相关产品的代表，市场前景广阔，将为公司业务增长和深化与华为的合作带来积极影响。

除射频同轴连接器市场外，公司与华为还存在其他领域的合作。2018 年，公司下属富士达微波公司获华为颁发的网络产品线“技术支持奖”。富士达微波所处微波器件市场是公司“一体两翼”、“军民融合”产业结构的重要领域，华为是微波公司民用通讯的重要客户之一。该奖项是华为对富士达微波杰出技术支持能力的认可，也是公司与华为深化技术合作产品合作的证明。公司将继续发挥华为的重要民品供货商作用，发挥国产替代优势，提升市场份额。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司是国内知名的射频同轴连接器供应商。考虑到我国射频同轴连接器市场规模的不断扩大，公司市场份额较高，核心技术优势显著，综合竞争力较强。未来公司有望顺应航天卫星发射需求提升的预期和 5G 发展潮流，通过不断提高自主创新能力，从而获得更多市场份额。

我们判断，下游产业对射频同轴连接器系列产品的需求将进一步提升，因此我们预计公司该产品单价将会有所提升。基于此，同时考虑到公司在市场内较高的市场占有率，因此我们预计公司该类业务 2024-2026 年业绩增速分别为 13.1%、22.3%、22.4%；毛利率分别为 37.1%、37.6%、37.6%。射频同轴连接器方面，由于公司市场占有率较高，航天、航空、通信下游产业需求增长，因此我们预计公司该类业务 2024-2026 年业绩增速分别为 9.0%、25.0%、25.0%，毛利率提升至 39.0%、40.0%、40.0%；射频同轴电缆组件业务 2024-2026 年业绩增速分别为 18.0%、20.0%、20.0%，毛利率提升至 35.0%、35.0%、35.0%；其他业务业绩增速分别为 15.0%、10.0%、10.0%；毛利率分别为 40.0%、40.0%、40.0%。

基于以上假设，我们预计富士达 2024-2026 年营业收入达到 9.22/11.28/13.81 亿元，同比增速分别为 13.1%/22.3%/22.4%；预计归母净利润分别为 1.49/1.92/2.28 亿元，EPS 分别为 0.80/1.02/1.21 元。

表4: 公司盈利预测

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
射频同轴连接器	419.55	457.31	571.64	714.55
增速	12.8%	9.0%	25.0%	25.0%
毛利率	44.4%	39.0%	40.0%	40.0%
射频同轴电缆组件	384.69	452.01	542.41	650.90
增速	-7.2%	18.0%	20.0%	20.0%
毛利率	38.3%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	10.90	12.54	13.79	15.17
增速	31.9%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	45.8%	40.0%	40.0%	40.0%
总计	815.14	921.86	1,127.84	1,380.62
总增速	0.8%	13.1%	22.3%	22.4%
整体毛利率	41.5%	37.1%	37.6%	37.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值与评级

按 2024 年 5 月 10 日收盘价，富士达股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 18.60/14.47/12.18 倍。A 股上市公司中，中航光电的主营产品为电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品等，主要用于航空、航天等防务领域以及通讯与数据传输领域；陕西华达的主营业务为电连接器及互连产品的研发、生产和销售，主要产品包括射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件等三大类，这两家公司与公司主营业务相似度较高。横向比较我们发现，富士达 2024 年 PE 较行业平均明显较低，且公司在射频同轴连接器领域的潜力上有待发掘，因此估值有望进一步抬升。基于此，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表5: 可比公司估值（截至 2024 年 5 月 10 日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002179.sz	中航光电	766.89	3,339.29	3,997.00	5,019.00	6,083.00	23.05	19.19	15.28	12.61
301517.sz	陕西华达	55.96	78.79	101.50	130.50	163.50	74.39	55.13	42.88	34.22
可比公司均值:							48.72	37.16	29.08	23.42
835640.bj	富士达	27.76	146.17	149.29	191.94	227.90	18.99	18.60	14.47	12.18

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 陕西华达盈利预测来自 Wind 一致预期, 中航光电、富士达盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

下游行业需求变化的风险

公司主导产品为射频同轴连接器和射频同轴电缆组件，主要应用于通信行业，其市场需求与下游应用领域密切相关。近年来，受国民经济持续稳定发展等因素拉动，通信行业整体保持了较快发展，对本公司产品需求也相应持续增加，但如果未来通信行业发展放缓，将对公司业务带来不利影响，进而影响公司营业收入和盈利的增长。

技术更新换代风险

通信行业是公司主导产品的主要应用行业，属于以技术创新为导向的技术密集型行业。随着通信技术的迭代更新，公司产品也需不断更新换代。然而，若公司未能及时根据市场需求进行技术改造升级，新技术不能达到预期水平或不能满足新产品生产技术要求，某些成熟期的产品面临竞争对手仿效或者开发出更具有竞争力的替代产品时，公司产品将面临被淘汰或被替代的风险，将对公司经营产生不利影响。

客户集中度较高的风险

2023 年度，公司向前五名客户的销售金额占营业收入的比重分别为 24.4%、19.4%、15.4%、10.6% 和 7.5%，主要为中国电子科技集团有限公司下属公司、华为公司及下属公司、中国航天科技集团有限公司下属公司、中国航天科工集团有限公司下属公司和中国航空工业集团有限公司下属公司，前五名客户合计销售金额占同期营业收入的比例为 77.2%，客户集中度较高。未来若该等客户对公司产品需求量下降，或公司在电子元器件领域的市场份额下降，将对公司生产经营产生不利影响。

应收账款金额较大的风险

截至 2023 年 12 月 31 日，公司应收账款净额为 43,904.05 万元，较期初增幅 19.0%，占期末总资产和流动资产的比例分别为 31.9% 和 46.1%，其中账龄一年以内的应收账款余额占比 92.2%，公司应收账款总额较大，占资产比重较高。随着公司经营规模持续扩大，公司应收呈增长趋势。公司主要客户属于防务领域的大型企业，付款周期较长，如果未来客户受到行业市场环境变化或国家宏观政策等因素的影响，经营情况或财务状况等发生重大不利变化，或公司应收账款管理不当，可能存在应收账款不能按期收回或无法收回产生坏账风险，进而对公司业绩和生产经营产生不利影响。

经营性现金流量波动风险

2021 年度、2022 年度、2023 年度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1,357.06 万元、12,305.01 万元和 12,542.43 万元。报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大。随着经营规模的不断扩大，公司营运资金需求日益增加，公司经营活动现金流量净额的波动可能会导致公司出现营运资金短期不足的风险。

富士达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	953	1,269	1,509	1,890	营业总收入	815	922	1,128	1,381
货币资金及交易性金融资产	232	499	409	640	营业成本(含金融类)	477	580	704	861
经营性应收款项	594	574	921	1,032	税金及附加	10	10	12	15
存货	123	193	176	215	销售费用	22	28	28	41
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	83	102	124
其他流动资产	2	2	3	3	研发费用	73	74	90	110
非流动资产	423	426	443	458	财务费用	1	(1)	0	2
长期股权投资	13	13	13	13	加:其他收益	19	18	23	28
固定资产及使用权资产	363	366	386	403	投资净收益	(1)	1	1	1
在建工程	17	16	14	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	12	11	11	10	减值损失	(10)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	164	167	215	255
其他非流动资产	18	19	19	19	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,376	1,695	1,953	2,349	利润总额	163	167	215	255
流动负债	429	610	642	774	减:所得税	8	8	11	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	58	43	63	68	净利润	155	159	204	242
经营性应付款项	305	493	481	588	减:少数股东损益	9	10	12	15
合同负债	9	9	11	14	归属母公司净利润	146	149	192	228
其他流动负债	57	65	87	103	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.78	0.80	1.02	1.21
非流动负债	56	30	52	74	EBIT	166	166	215	257
长期借款	35	10	30	50	EBITDA	196	195	248	293
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.51	37.05	37.60	37.64
租赁负债	0	2	4	6	归母净利率(%)	17.93	16.19	17.02	16.51
其他非流动负债	21	18	18	18	收入增长率(%)	0.82	13.09	22.34	22.41
负债合计	485	641	695	848	归母净利润增长率(%)	2.34	2.13	28.57	18.74
归属母公司股东权益	861	1,015	1,207	1,434					
少数股东权益	30	39	51	66					
所有者权益合计	891	1,054	1,258	1,500					
负债和股东权益	1,376	1,695	1,953	2,349					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	125	335	(80)	256	每股净资产(元)	4.59	5.40	6.43	7.64
投资活动现金流	(74)	(30)	(49)	(49)	最新发行在外股份(百万股)	188	188	188	188
筹资活动现金流	(46)	(39)	39	23	ROIC(%)	17.08	15.11	16.61	16.41
现金净增加额	6	267	(90)	231	ROE-摊薄(%)	16.97	14.71	15.91	15.89
折旧和摊销	30	29	33	35	资产负债率(%)	35.26	37.82	35.58	36.11
资本开支	(74)	(30)	(50)	(50)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.99	18.60	14.47	12.18
营运资本变动	(74)	147	(319)	(24)	P/B(现价)	3.22	2.74	2.30	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>