

新劲刚(300629)

报告日期: 2024 年 12 月 04 日

数据链业务高速增长，隐身材料、低空经济打造全新成长曲线

——新劲刚深度报告

投资要点

- **公司业务:** 主营数据链、军工材料等，过去 4 年净利润复合增速 41%
公司主营射频微波业务，收入占比 98%。2020-2023 年公司营收由 3.2 亿元增长至 5.1 亿元，4 年复合增速达 17%；归母净利润由 0.5 亿元增长至 1.4 亿元，4 年复合增速 41%。特殊应用材料业务占比为 2%，随着下游数据链和隐身材料进入批产，公司业绩有望快速增长。
- **射频微波:** 国防信息化需求旺盛，数据链+卫星互联网提供增量
射频微波组件作为军工电子上游的重要元器件，广泛应用于国防信息化建设中，预计该板块 2023-2026 年营收 CAGR 为 28%。**国防信息化:** 2023 年我国军工信息化行业市场规模约为 1643.2 亿元，2015 年-2023 年 CAGR 为 8%，我国军队信息化建设迫在眉睫，预计行业景气持续上行。**数据链:** 数据链使得“发现—定位—跟踪—瞄准—评估”杀伤链的全程时间大为缩短，基本实现了“发现即摧毁”，对作战帮助极大，2021 年全球战术数据链市场规模达到 493.54 亿元，预计 2027 年可达 723.35 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 6.6%。**卫星互联网:** 卫星互联网实现了通信体系革新，可为军民领域带来广泛应用，2024 年我国卫星互联网市场规模预计可达到 648 亿元，预计 2030 年达到 1512 亿元，2024-2030 年 CAGR 可达 15%。
- **新业务:** 布局隐身材料+低空经济，公司成长空间逐步打开
隐身材料: 隐身技术能够提高武器装备的作战效果及生存能力，因此下游可广泛应用于飞机、舰船、导弹等各式武器装备。2030 年全球军用隐身材料市场规模预计可达 107 亿元，2023-2030 年复合增速可达 6%，预计公司特殊应用材料板块 2023-2026 年营收 CAGR 为 75%。**低空经济:** 反无人机技术是低空经济繁荣的基础，低空安全防御的屏障。预计 2026 年中国民用无人机探测与反制行业市场规模可达 30 亿元，2022-2026 年 CAGR 为 29%。
- **盈利预测:** 未来三年利润复合增速 33%，买入评级
预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.6、7.9、11.1 亿元，2023-2026 年营业收入 CAGR 为 30%。归母净利润分别为 1.5、2.5、3.2 亿元，2023-2026 年归母净利润 CAGR 为 33%，对应 EPS 为 0.60、1.00、1.29，PE 为 38.5、23.1、17.9，ROE 为 9%、13%、15%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**
数据链批产不及预期；隐身材料批产不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 孙旭鹏
执业证书号: S1230524080002
sunxupeng01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥23.13
总市值(百万元)	5,815.42
总股本(百万股)	251.42

股票走势图



相关报告

财务摘要

(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5.1	5.6	7.9	11.1
(+/-)(%)	19%	10%	39%	41%
归母净利润	1.4	1.5	2.5	3.2
(+/-)(%)	6%	9%	66%	29%
每股收益(元)	0.55	0.60	1.00	1.29
P/E	41.8	38.5	23.1	17.9
ROE	10%	9%	13%	15%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值、评级

预计公司 2023-2026 年归母净利润 CAGR 为 33%，PE 为 41.8、38.5、23.1、17.9，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) **我国数据链即将迎来批产。**数据链作为军事通信重要一环有望迎来批产放量，公司作为数据链核心上游供应商可于此受益。
- 2) **公司隐身材料型号将顺利批产。**公司 X 型吸波复合材料产品目前已实现小批量产供货，如顺利批产，公司材料板块业绩将快速增长。
- 3) **低空经济万亿市场即将落地。**公司所布局的无人机探测设备在低空经济领域具有广泛应用，如低空经济万亿市场顺利落地，公司成长天花板将进一步打开。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为公司传统业务增速不高，新业务放量时间难以预估。

我们认为：数据链对于现代战争重要性极高，我国在该领域与美军存在较大差距，公司作为该领域上游核心供应商，随着数据链迎来批产，公司业绩将快速释放。在隐身材料领域，公司 X 型吸波复合材料产品目前已实现小批量产供货，即将进入批产。在低空经济领域，公司凭借其产品和渠道优势已获得意向订单，有望快速放量。

● 股价上涨的催化因素

下游数据链批产；X 型隐身材料批产。

● 风险提示

数据链批产不及预期；隐身材料批产不及预期。

正文目录

1 新劲刚：过去四年净利润复合增速达 33%	6
1.1 新劲刚：调整业务布局，聚焦军工赛道	6
1.2 公司业务：军工电子+军工材料双重布局	7
1.3 公司业绩：2020-2023 年营收复合增速 17%，利润复合增速 33%	7
2 军工信息化浪潮来袭，公司布局上游持续受益	10
2.1 我国军工信息化为现代战争关键环节，过去 9 年市场复合增速为 8%	10
2.2 数据链列装蓄势待发，公司持续布局静待花开	11
2.3 卫星互联网方兴未艾，未来 7 年市场复合增速可达 15%	13
2.4 射频微波竞争格局相对分散，公司盈利能力行业领先	15
3 布局隐身材料+低空经济，打造公司成长新动能	19
3.1 隐身材料下游应用广泛，型号批产带动需求增长	19
3.2 低空经济万亿市场即将到来，未来 3 年公司所处赛道复合增速达 33%	22
4 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测：公司业绩有望在 2025 年迎来爆发	25
4.2 估值与投资建议：数据链+隐身材料核心标的，估值修复空间较高	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 新劲刚剥离原有超硬材料, 聚焦军工赛道.....	6
图 2: 王刚及其亲属为公司最大股东.....	6
图 3: 新劲刚主要业务由宽普科技、仁健微波、康泰威三家子公司构成.....	7
图 4: 2017-2023 年公司营业收入 CAGR 为 12.7%.....	8
图 5: 公司归母净利润扭亏为盈, 2023 年达 1.39 亿元.....	8
图 6: 新劲刚毛利率从 2017 年的 32% 提高到 2024H1 的 64%.....	8
图 7: 2021-2023 年公司期间费用率从 26% 下降到 23%.....	8
图 8: 新劲刚射频微波业务营收占比 2024H1 达 99.60%.....	9
图 9: 新劲刚射频微波业务毛利率稳步提高, 2023 年达 63.2%.....	9
图 10: 国防信息化致力于实现一体化作战.....	10
图 11: 2015-2023 年中国军工信息化市场规模 CAGR 为 8%.....	10
图 12: 联合全域指挥与控制系统功能全面.....	11
图 13: C4ISR 对美军作战提供巨大支持.....	11
图 14: C4ISR 系统年度预算 2017-2025 年 CAGR 为 14%.....	11
图 15: 数据链可以链接作战的各个单位.....	12
图 16: 2019-2024 年我国国防支出 CAGR 为 7%.....	12
图 17: 2019-2024 年我国数据链系统市场规模 CAGR 为 6%.....	12
图 18: 卫星互联网可以覆盖全球.....	13
图 19: 中国卫星互联网市场规模 2024-2030 年 CAGR 可达 15%.....	14
图 20: 星链累计发射卫星数量快速增长.....	14
图 21: 星链用户数量快速增长.....	14
图 22: 2023 年射频微波营收体量“两所一厂”保持领先.....	16
图 23: 2023 年射频微波毛利率新劲刚和铖昌科技保持领先.....	16
图 24: 隐身材料可分为雷达隐身、红外隐身、多频谱隐身.....	19
图 25: 歼-20 为我国第一代隐身战斗机.....	19
图 26: F-22 为美国第一代隐身战斗机.....	19
图 27: 隐身材料在美国舰船中应用颇多.....	20
图 28: 隐身材料也开始在导弹车上使用.....	20
图 29: 2023-2030 年全球军用隐身材料市场规模 CAGR 可达 6%.....	20
图 30: 国内隐身材料竞争格局相对稳定.....	21
图 31: 热障涂层结构复杂.....	21
图 32: 热障涂层主要用于航空发动机热端部件.....	21
图 33: 2022-2026 年中国民用无人机探测与反制 CAGR 为 29%.....	22
图 34: 2022-2026 年全球民用无人机探测与反制 CAGR 为 26%.....	22
表 1: 美国的战术数据链已迭代多个代际.....	13
表 2: 我国射频微波领域主要以“两所一厂”为主.....	15
表 3: 宽普科技主要产品以接收端设备为主.....	17
表 4: 仁健微波主要产品以发射端和频率源设备为主.....	17
表 5: 主要无人机探测手段各有优缺点.....	22
表 6: 反无人机行业国内主要生产企业普遍规模较小.....	23
表 7: 新劲刚 2023-2026 年营收 CAGR 预计可达 30%.....	25

表 8: 新劲刚期间费用率预计稳中有降.....	26
表 9: 预计新劲刚 2023-2026 年归母净利润复合增速为 33%.....	26
表 10: 新劲刚估值低于可比公司平均值.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 新劲刚：过去四年净利润复合增速达 33%

1.1 新劲刚：调整业务布局，聚焦军工赛道

新材料与电子类业务协同发展，剥离原有民品业务。广东新劲刚科技股份有限公司成立于 1998 年 12 月，2017 年 3 月上市，自 2021 年起，新劲刚剥离原有超硬材料业务，全面聚焦于特殊应用电子领域及特殊应用材料领域的布局和发展。

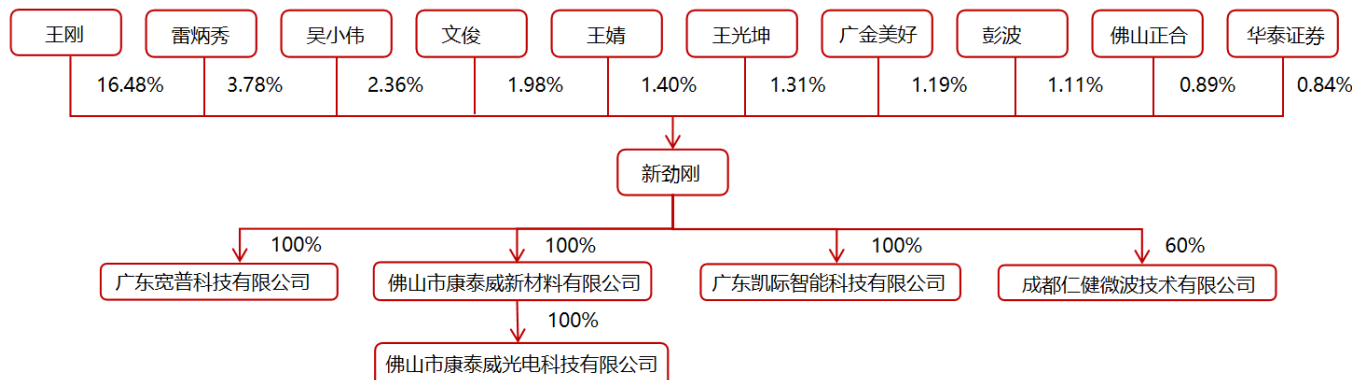
图1：新劲刚剥离原有超硬材料，聚焦军工赛道



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

王刚领衔掌舵，管理经验丰富。截至 2024 年 6 月 30 日，公司控股股东为王刚家族，王刚及其亲属共持有新劲刚 21.66% 的股份。

图2：王刚及其亲属为公司最大股东

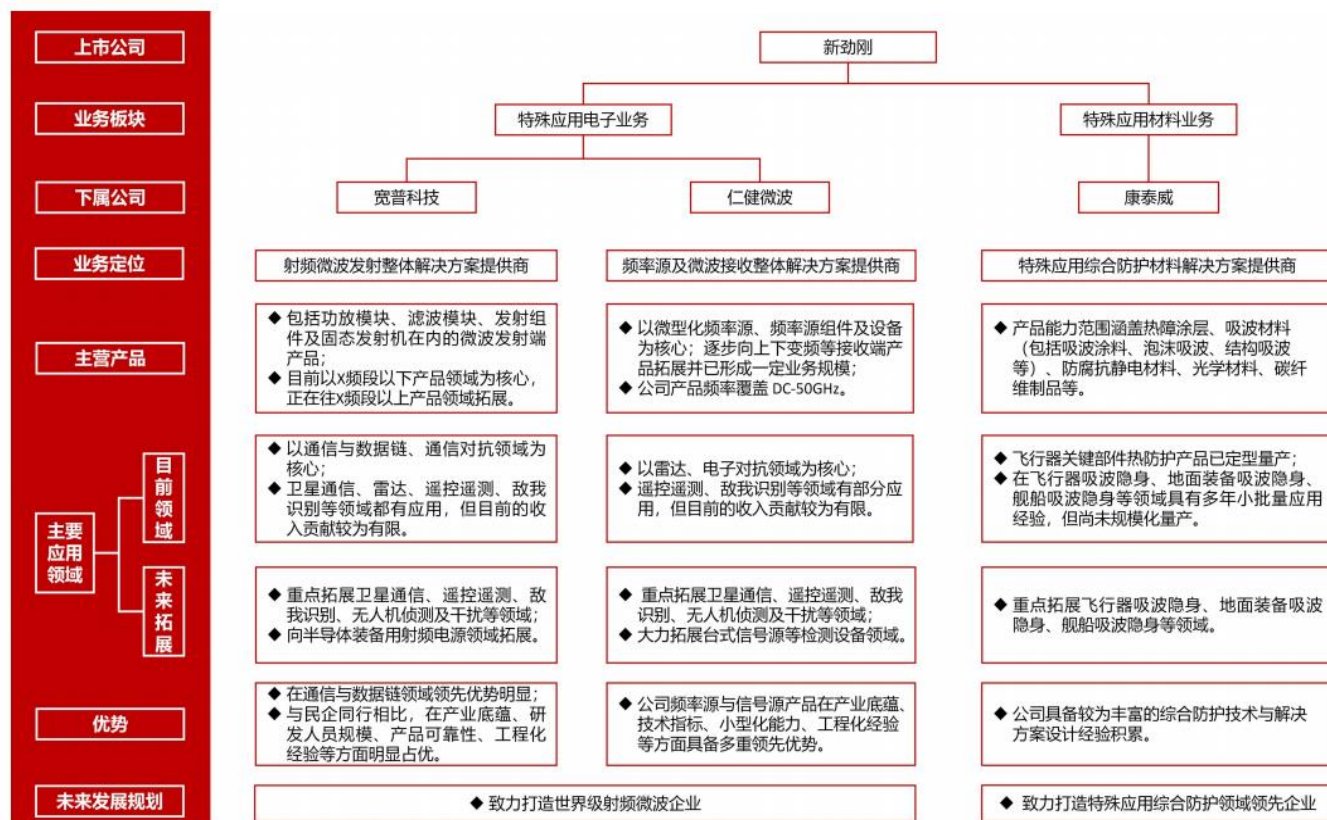


资料来源：公司招股说明书、东方财富网、浙商证券研究所

1.2 公司业务：军工电子+军工材料双重布局

聚焦特殊应用领域，军工电子+军工材料双重布局。公司聚焦于“特殊应用领域电子业务”和“特殊应用领域材料业务”的布局和发展。“特殊应用领域电子业务”涉及射频微波功率放大及滤波、频率源与信号源、接收、变频等相关电路模块、组件、设备和系统的设计、开发、生产和服务；“特殊应用领域材料业务”包括热喷涂材料、电磁吸波材料、结构吸波功能材料制品、防腐防静电材料、ZnS 光学材料的研发、制造、销售及服务等。

图3：新劲刚主要业务由宽普科技、仁健微波、康泰威三家子公司构成

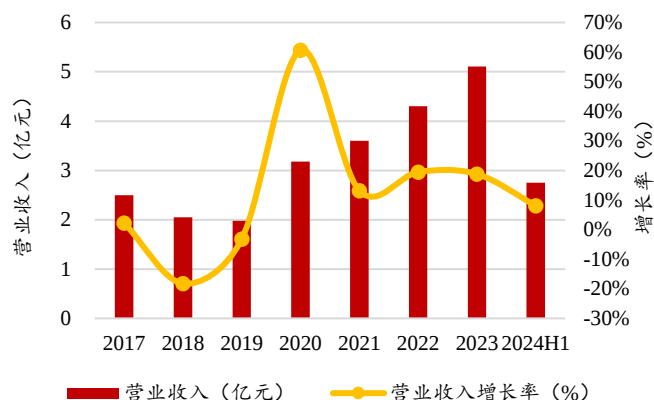


资料来源：公司年报、浙商证券研究所

1.3 公司业绩：2020-2023 年营收复合增速 17%，利润复合增速 33%

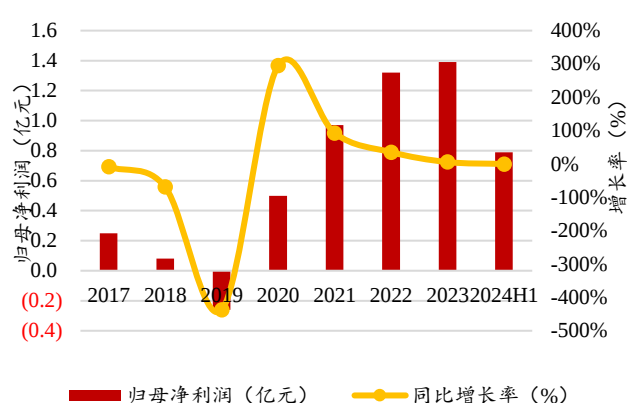
产品转型驱动新增长，公司经营扭亏为盈。2017-2019 年，公司主导产品金属基超硬材料制品及其配套产品的下游建筑陶瓷行业整体下滑严重，市场竞争加剧，导致产品销售价格下降进而影响营业收入和利润。2017-2019 年，新劲刚营业收入从 2.50 亿元下滑至 1.98 亿元，归母净利润从 2464.38 万元下滑至-2577.44 万元。2020 年新劲刚完成对宽普科技的并购，实现超硬材料制品业务的剥离，致力于集中资源全面聚焦“军工电子+军工材料”业务的布局和发展，盈利能力显著提高，2020 年营收增长 60.6%，归母净利润扭亏为盈。2020 年后随着军工行业景气度持续上行，公司经营持续向好，2023 年营业收入达 5.11 亿元，2020-2023 年营收 CAGR 达 17%，2023 年归母净利润达 1.39 亿元，2020-2023 年归母净利润 CAGR 达 41%。

图4: 2017-2023 年公司营业收入 CAGR 为 12.7%



资料来源: 东方财富网、浙商证券研究所

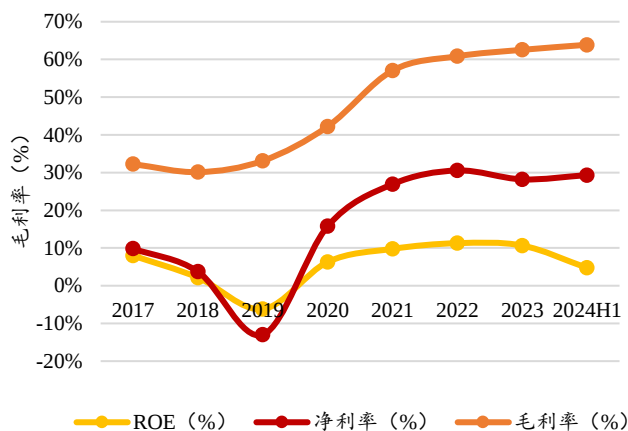
图5: 公司归母净利润扭亏为盈, 2023 年达 1.39 亿元



资料来源: 东方财富网、浙商证券研究所

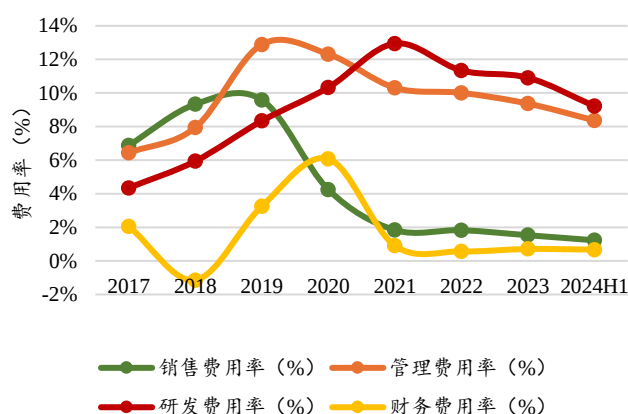
公司不断深化降本增效, 费用率管控良好。2017-2019 年, 原有业务由于下游行业不景气、市场竞争加剧, 公司毛利率和净利率也随之下降, 2020 年至今, 面对军工电子市场的旺盛需求, 新劲刚及时优化产品结构, 处置低效资产, 公司毛利率持续增长, 2024H1 达到 63.9%, 相比 2017 年提高 31.7pcts。费用端, 2019-2020 年受公共卫生事件 及并购影响, 期间费用有所波动, 2021 年至今, 公司期间费用率从 26%下降至 23%, 盈利能力稳中向好。

图6: 新劲刚毛利率从 2017 年的 32%提高到 2024H1 的 64%



资料来源: 东方财富网、浙商证券研究所

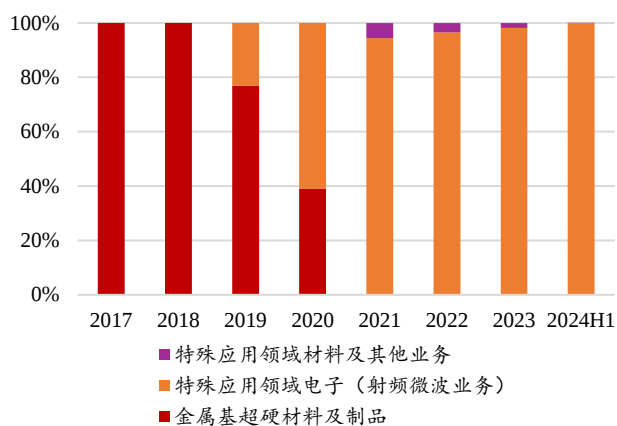
图7: 2021-2023 公司期间费用率从 26%下降到 23%



资料来源: 东方财富网、浙商证券研究所

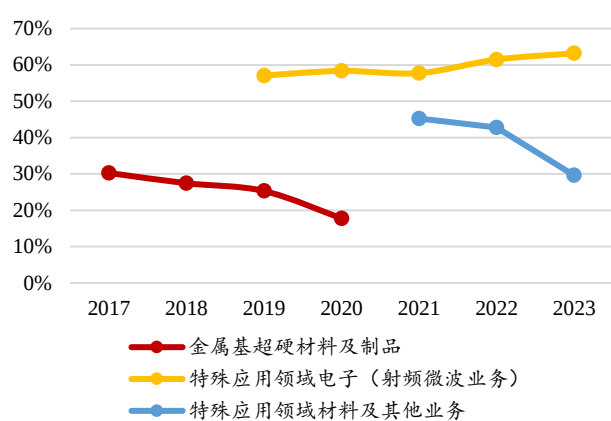
军工电子业务占据主导, 军工材料业务占比有望逐步提升。2017-2018 年, 金属基超硬材料及制品是公司主要收入来源, 占比达 85%以上。2020 年后, 公司完成对宽普科技 100%股权的收购, 剥离超硬材料制品业务, 射频微波业务成为公司主营业务, 2024H1 营收占比达 99.60%, 未来随着康泰威产品逐步进入批产, 新材料业务占比有望逐步提升。盈利能力端, 2017-2020 年, 金属基超硬材料及制品毛利率持续下跌, 由 2017 年的 30.3%下降至 2020 年的 17.8%; 2019-2024H1 公司业务转型后, 射频微波业务盈利能力稳步提高, 2023 年毛利率达 63.2%, 军工材料由于尚处于小批量阶段, 毛利率大幅波动。

图8: 新劲刚射频微波业务营收占比 2024H1 达 99.60%



资料来源: 东方财富网、浙商证券研究所

图9: 新劲刚射频微波业务毛利率稳步提高, 2023 年达 63.2%



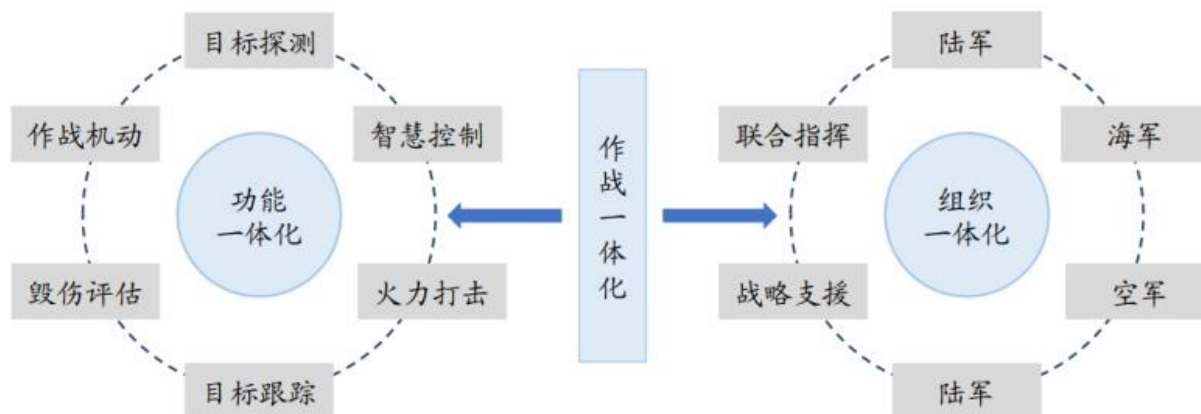
资料来源: 东方财富网、浙商证券研究所

2 军工信息化浪潮来袭，公司布局上游持续受益

2.1 我国军工信息化为现代战争关键环节，过去 9 年市场复合增速为 8%

军工信息化是为了适应现代战争特别是信息化战争发展的需要而建设的国防信息体系。最终目标为实现军队的全面信息化，提高军队的核心战斗力。军队通过信息化的整合实现一体化的作战能力：将目标探测跟踪、指挥控制、火力打击、战场防护和毁伤评估等功能实现一体化，将联合指挥中心和各军种之间的作战组织实现一体化。

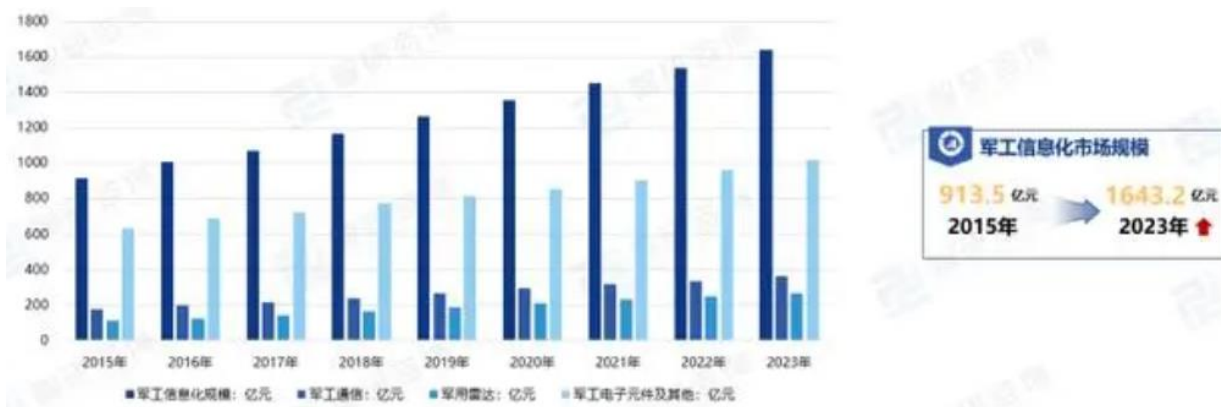
图10：国防信息化致力于实现一体化作战



资料来源：上海瀚讯招股说明书，浙商证券研究所

军工信息化需求广泛，市场规模快速增长。我国武器装备仍有较大一部分是机械化、半机械化装备，信息化装备发展落后，因此以雷达、卫星导航、军工通信、军工电子等为代表的信息化设备未来仍有较大发展空间。数据显示，到 2023 年我国军工信息化行业市场规模约为 1643.2 亿元，其中军工通信市场规模约为 359.7 亿元，军用雷达市场规模约为 264.7 亿元，2015 年-2023 年我国军工信息化行业规模 CAGR 为 8%。

图11：2015-2023 年中国军工信息化市场规模 CAGR 为 8%

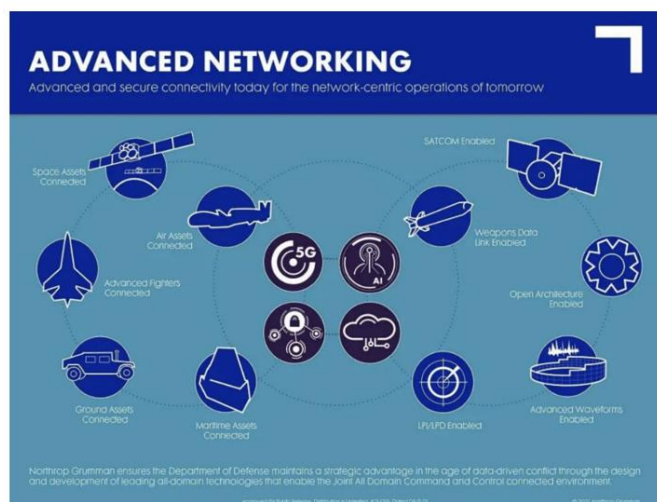


资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

美国军工信息化代表为 C4ISR 系统，对美军作战提供巨大支撑。C4ISR 系统是集指挥、控制、通信、计算机、情报、监视和侦察等功能于一体的综合性军事信息系统。它通过整合各类军事资源，实现信息的快速传递、处理和利用，为军事行动提供决策支持和指挥控

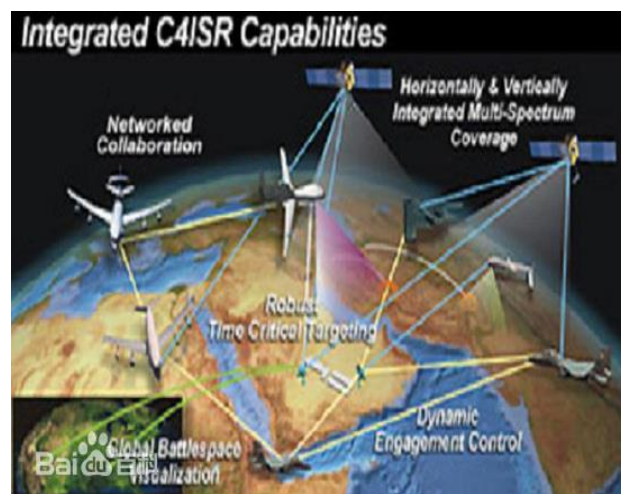
制，提升军队的作战效能和指挥控制能力。通过 C4ISR 系统的应用，军队能够实现信息的快速传递和共享，提高作战决策的准确性和时效性，从而提升军队的整体战斗力。

图12：联合全域指挥与控制系统功能全面



资料来源：诺斯洛普·格鲁曼公司官网，浙商证券研究所

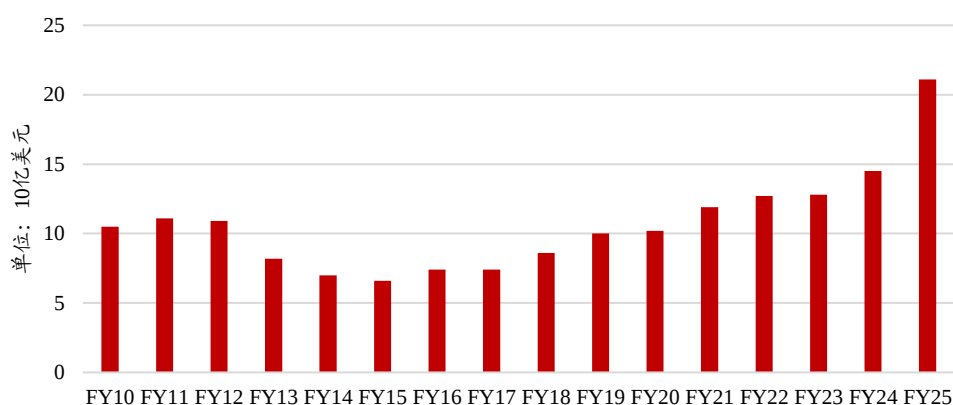
图13：C4ISR 对美军作战提供巨大支持



资料来源：百度学术，浙商证券研究所

C4ISR 成本较高，每年需投入大量预算建设。根据美国国防部发布的 2025 财年预算，2025 年在主要武器系统“现代化”资金总预算中，为 C4ISR 系统申请 211 亿美元资金，与 2024 财年预算的 145 亿美元相比，增加了 66 亿美元拟议资金，同比增长 46%，自 2017 年预算开启上升周期后，2017-2025 年 CAGR 可达 14%。

图14：C4ISR 系统年度预算 2017-2025 年 CAGR 为 14%



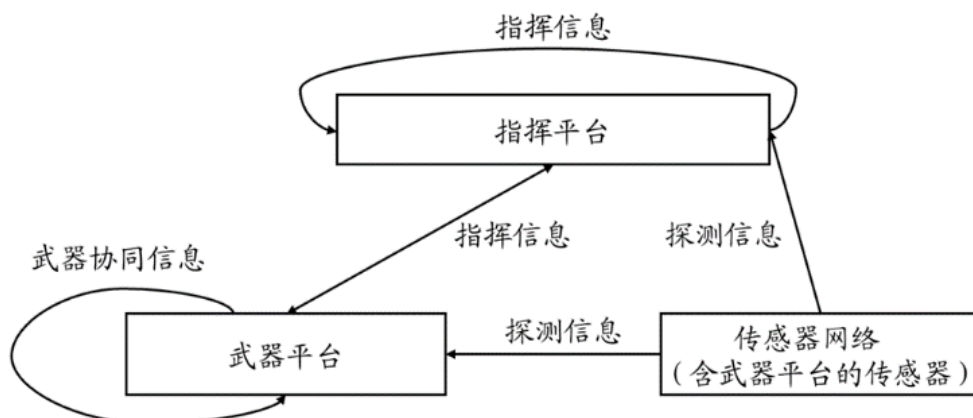
资料来源：美国国防预算文件，浙商证券研究所

2.2 数据链列装蓄势待发，公司持续布局静待花开

数据链的巨大优势在于，使得“发现—定位—跟踪—瞄准—评估”杀伤链的全程时间大为缩短，基本实现了“发现即摧毁”。根据西安电子科技大学出版社出版的《数据链技术与系统》一书，数据链是一种在多个传感器、指挥信息系统、武器系统等作战单元之间，采用一种或按照规定的通信协议和消息标准，传递格式化战术数据信息的数据信息系统。纵观近几十年来的几场局部战争，数据链都扮演了相当重要的角色。比如，在英阿马岛争夺战

中，数据链保障了英国海军成功远征马尔维纳斯群岛；在 1982 年叙以贝卡谷地空战中，以军通过数据链实现预警机对作战飞机的引导，击落叙利亚数十架战机；海湾战争中，美国使用数据链保障“爱国者”导弹发射，拦截伊拉克军队的“飞毛腿”导弹等等。

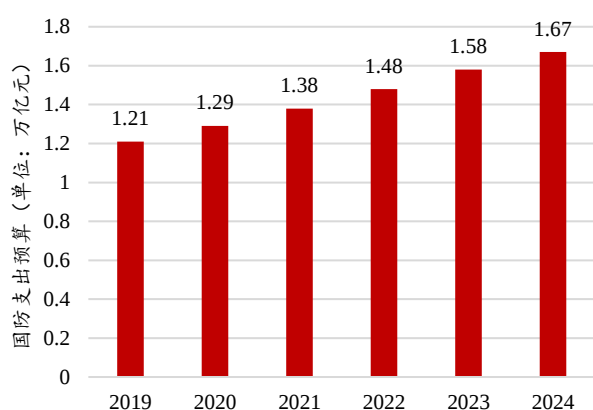
图15：数据链可以链接作战的各个单位



资料来源：《军事通信-信息化战争的神经系统》国防工业出版社，浙商证券研究所

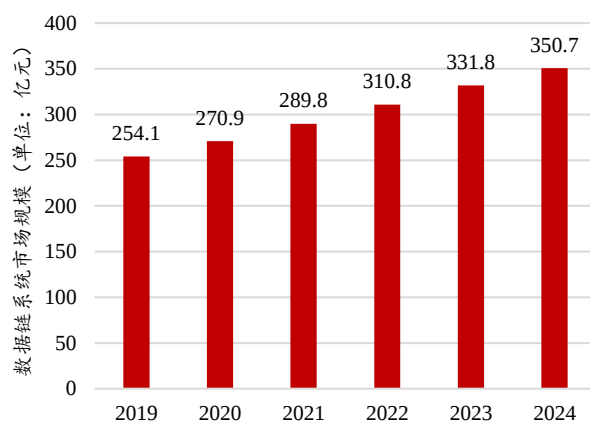
我国数据链 2024 年市场规模预计可达 351 亿元，全球数据链 2021-2027 年市场规模 CAGR 可达 7%。根据贝哲斯咨询调研显示，2021 年全球战术数据链市场规模达到 493.54 亿元，预测至 2027 年，全球战术数据链市场规模将达到 723.35 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 6.6%。目前尚无确切表明我国数据链系统市场规模的数据，但可知 2024 年我国国防支出预算为 1.67 万亿元，假设其中装备费用占 42%，并且参照美国装备费中包含数据链的 C4ISR 系统 2019-2023 年占比均值为 4.6%，假设我国数据链系统占比为 5%，通过合理的估算可预计 2024 年我国数据链系统市场规模约为 350.7 亿元。

图16：2019-2024 年我国国防支出 CAGR 为 7%



资料来源：Wind，新浪网，浙商证券研究所

图17：2019-2024 年我国数据链系统市场规模 CAGR 为 6%



资料来源：Wind，新浪网，《新时代的中国国防》，美国国防部，浙商证券研究所

美军数据链历史悠久，种类齐全。美国数据链技术的发展起源可以追溯到 20 世纪 50 年代，当时美军在“半自动地面防空环境”（Semi-Automatic Ground Environment, SAGE），这种以计算机辅助的指挥管理体系使用了各种有线与无线的数据链，将系统内 21 个区域指挥控制中心、36 种不同型号共 214 部雷达连接起来，由数据链自动地传输雷达预警信息，数据链在 SAGE 系统中的运用，使得北美大陆的整体防空能力大大提高。目前，美军已建

立 Link 系列、通用数据链 CDL 系列、协同交战能力 CEC 数据链、增强型定位报告系统 EPLRS、态势感知数据链 SADL、情报广播数据链、监视与控制数据链 SCDL、武器数据链 WDL、陆军 1 号战术数据链 ATDL-1、战术目标指示网络技术 TTNT 数据链等囊括战术数据链、宽带数据链、专用数据链的多重数据链体系。并且，随着美国全球战略的持续推进，为满足信息化战争的远距离、高动态、大容量、低延时的信息传输要求，美军正着手研究各种新型数据链技术。

表1: 美国的战术数据链已迭代多个代际

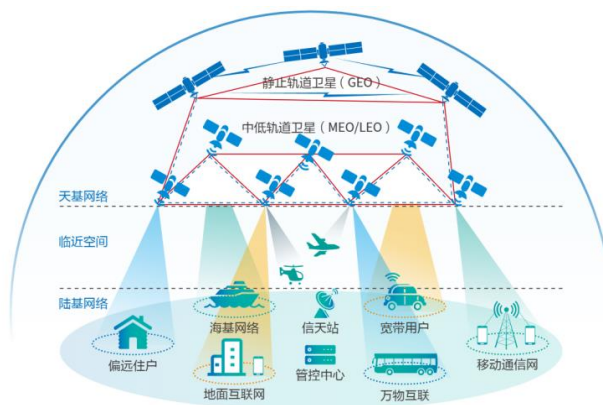
对比项目	Link-4	Link-11	Link-16	Link-22
用途	最初用于取代控制战术飞机时的话音通信，经过改进后可支持地/海平台与空中平台进行数据通信	用于海军舰艇之间、舰-地之间、空-舰之间和空-地之间实现战术数字信息交换	能支持跨军种的智慧、控制、通信、情报功能和海军战斗群作战间交换战术数据和网络管理行动	满足再多种战术数据系统之数据
连通性	全联通（视距）	全连通（视距） 短波（超视距）	全连通（视距） 中继（超视距）	全连通（视距） 中继（超视距）
抗干扰性	无	无	有	有
精确识别	受限	受限	受限	是
入网单元数	≤8	20 个左右	可以支持 32767 个 空军:空中作战中心、F-15A/B/C/D/E、F-16 战斗机等; E-2C、E-3C 预警机, 基地海军:海空母舰、导弹巡洋舰等作	最多 125 个
使用对象	F-14、F/A-18、E-2B、E-2C 等舰载机	航空兵 P-3C 反潜巡逻机; 战舰船, E-2C 空中预警机、F-14D、F/A-18 战斗机、EA-6B; 装备核潜艇, 陆军控制中心	陆军:“爱国者”战区高科防御系统、地面联合战术系统、陆军战区导弹防御战术作战中心	应用到各军兵种的主要作战

资料来源:《外网 Link 系列数据链的发展与工作性能特点分析》李有才等, 百度文库,《数据链理论与系统》(吕娜等),《数据链-信息系统连接武器系统的捷径》国防工业出版社, 浙商证券研究所

2.3 卫星互联网方兴未艾, 未来 7 年市场复合增速可达 15%

卫星互联网实现通信功能革新, 可为军民领域带来广泛应用。卫星互联网产业通过发射一定数量的卫星形成规模组网, 从而覆盖全球, 构建具备实时信息处理能力的大卫星系统。这一系统能够向地面、空中及海上用户和设备提供宽带互联网接入等通信服务, 是一种新型的网络架构, 具有广覆盖、低延时、宽带化、低成本等特点, 能够弥补现有地面互联网网络的覆盖盲点, 解决偏远地区以及空中、海上通信盲区的联网需求, 弥补数字鸿沟, 在军民领域具有广泛应用前景。

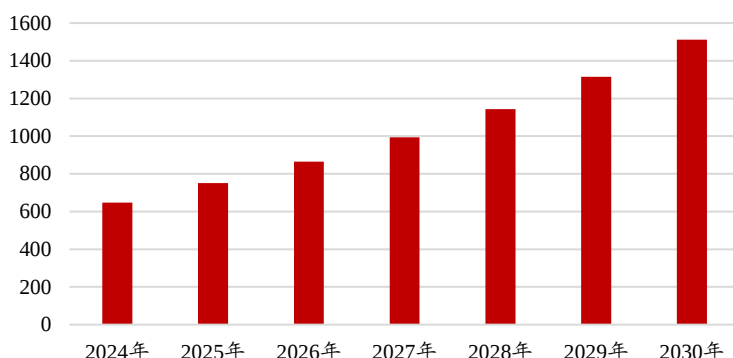
图18: 卫星互联网可以覆盖全球



资料来源:《全域覆盖场景智联-6G 场景、能力与技术引擎白皮书 (V.2021)》, 浙商证券研究所

受益于成本和技术的不断突破，卫星互联网市场规模快速提升。与地面 5G 的部署成本相比，卫星互联网的建设成本具有很大优势。例如，Starlink 星座的总投资额约为 200-300 亿美元，而地面 5G 的第一轮全球部署将投入 7000-9000 亿美元。同时卫星互联网的延迟已与地面宽带大致相当，如 SpaceX 的星链互联网测试结果显示，其延迟为 18 至 19 毫秒，而美国固定宽带的平均延迟为 22 毫秒，移动网络的平均延迟为 39 毫秒。受益于此，我国 2024 年我国卫星互联网市场规模预计可达到 648 亿元，预计 2030 年达到 1512 亿元，2024-2030 年 CAGR 可达 15%。

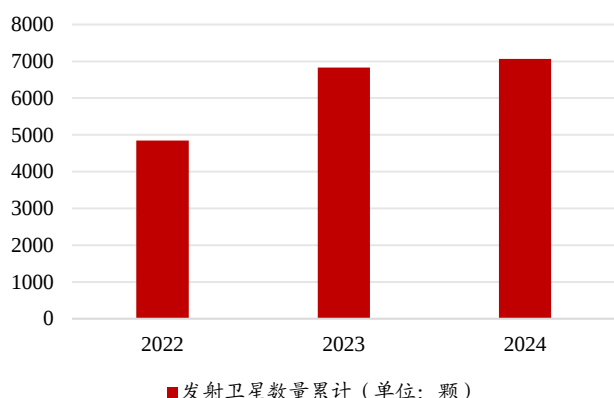
图19：中国卫星互联网市场规模 2024-2030 年 CAGR 可达 15%



资料来源：泰伯智库，浙商证券研究所

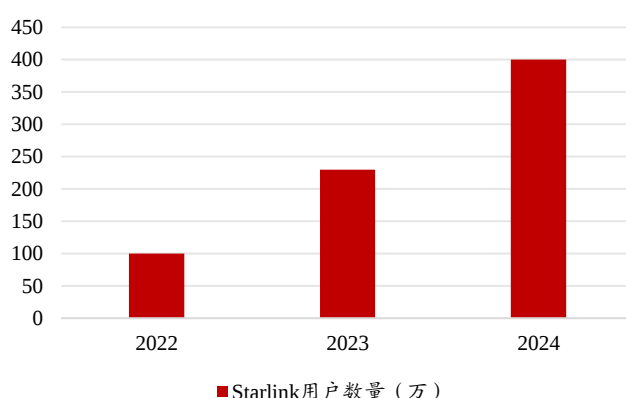
美国星链建设初见成效，我国相比产业空间广阔。SpaceX 目前已经发射了 7062 颗星链星座卫星，在 100 多个国家和地区提供高速互联网连接服务，用户规模超过 400 万人。军事领域，在俄乌战争中，Starlink 卫星互联网大放光彩，为乌方提供了重要的通信支持，包括发现、定位、跟踪、瞄准、交战、评估等杀伤链环节。民用领域，星链实现了对全球范围内的覆盖，包括那些传统地面通信难以覆盖的偏远地区，同时支持民航飞机、远洋船只等高速移动平台的互联网接入需求。而我国当前进展最快的千帆星座当前仅发射了 36 颗卫星，未来计划发射超过 1.5 万颗低轨道卫星，此外还有 GW 星座和鸿鹄-3 星座均有上万颗卫星布局。

图20：星链累计发射卫星数量快速增长



■ 发射卫星数量累计 (单位：颗)

图21：星链用户数量快速增长



■ Starlink用户数量 (万)

资料来源：前瞻网，浙商证券研究所

资料来源：环球市场播报，通信世界，浙商证券研究所

2.4 射频微波竞争格局相对分散，公司盈利能力行业领先

“两所一厂”规模遥遥领先，整体格局相对分散。射频微波领域，三家最大的厂商分别为亚光电子（亚光科技子公司，又称 970 厂）、中电科 13 所和中电科 55 所，三家厂商在业内和客户中一直并称为“两所一厂”，在产品和技术上，三家企业并没有本质上的差异，但每一家都有自己擅长的领域和重点客户。其中亚光电子优势主要在于毫米波电路，控制电路和信号处理电路，两所在发射和芯片方面比较擅长，在国内的优势非常明显，代表国内该领域领先水平。在客户领域，雷达和电子对抗整机厂所大多是中电科旗下企业，是两所的兄弟单位，两所具有绝对优势，但在卫星通信、导弹导引头等方面，核心客户以航天科技和航天科工等为主，亚光电子在这方面具有一定的相对优势。但由于射频微波下游应用场景和客户分散，因为除“两厂一所”外整体格局相对分散，参与者众多。

表2：我国射频微波领域主要以“两所一厂”为主

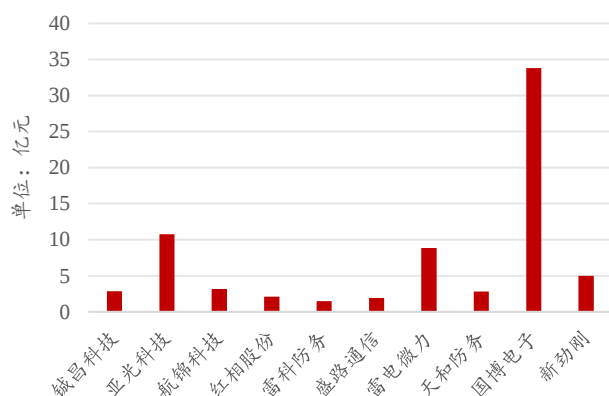
中国电科 13 所	基本介绍	中国电科十三所 1956 年始建于北京，1963 年迁至河北石家庄，是我国规模较大、技术力量雄厚、专业结构配套齐全的创新型、综合性半导体核心电子器件骨干研究单位，是我国重要的高端核心电子器件供应基地、半导体新器件新技术创新基地。中国电科十三所以微电子、光电子、微电子机械系统(MEMS)、半导体高端传感器、光机电集成微系统五大技术领域和电子封装、材料和计量检测等基础支撑领域为重点发展方向，在半导体领域先后创造了 60 多项国内第一，取得了 3100 多项科研成果，其中 63 项荣获国家级奖励、500 多项获部(省)级奖励
	射频微波领域	(1) 射频/微波毫米波半导体器件及集成芯片，包括硅（锗硅）基、砷化镓基、磷化铟基、氮化镓基和碳化硅基的微波器件及微波单片集成电路； (2) 射频/微波毫米波混合集成电路，包括射频/微波通道全系列产品以及集成晶体振荡器，超低相噪晶体振荡器、星载用高可靠晶体振荡器、集成晶体振荡器等； (3) 射频/微波毫米波小型化模块集成模块、复杂组件和小整机，微波微系统；
中国电科 55 所	基本介绍	中国电科五十五所 1958 年始建于南京，是我国核心电子器件领域实现自主研发与原始创新的多专业并举的高科技、综合性大型研究所。中国电科五十五所经过 60 多年的深厚积淀，聚焦产业基础板块，持续做强做优做大民品产业，形成了射频电子和功率电子两大支柱产业。在一、二、三代半导体领域建立自主发展体系，形成了从设计、工艺，到封装、测试，从材料、林片到模块的完整技术体系和产品链，研制的核心芯片和关键元器件广泛应用于海陆空天各型装备。60 余年来，共取得科研成果 3000 多项，其中省(部)级以上科技进步奖 600 多项，国家级科技进步奖 60 多项，国家科学技术进步奖特等奖 2 项。
亚光科技	基本介绍	亚光科技致力于高性能微波电子、航海装备及其产品的研发设计与制造，是航天、航空、航海，三航系统解决方案服务配套商，产品覆盖航天通讯、航空雷达、航海船艇三大领域。军工电子产品主要应用于星载、机载、舰载、弹载、地面等应用平台的雷达部件、通讯部件、电子对抗等的电子器件，生产的混合集成电路、微波电路及组件作为军用电子元器件广泛应用于雷达精导、卫星通信、载人飞船、探月工程、广播电视、微波测量等系统。公司主要承担国家重点工程、武器装备的军用电子元器件科研生产任务，产品覆盖了航天航空、航海船舶、兵器电子、核电工程等工业部门及军工系统。
	射频微波领域	在 LTCC、MCM、SIP、SOC 和 MEMS 等微波电路前沿技术领域都有一定建树，始终处在国内军用射频微波行业的前列。产品覆盖频率从几十 MHz 到 100GHz，实现了频道全覆盖，产品全覆盖，应用平台全覆盖，先后承接了众多国家重点工程、武器装备的军用电子元器件科研生产任务。
铖昌科技	基本介绍	铖昌科技主营业务为微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务，主要向市场提供基于 GaN、G aAs 和硅基工艺的系列化产品以及相关的技术解决方案，国内少数能够提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一。
	射频微波领域	国内领先的集成领域专家：铖昌科技专注于微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务，是国内少数能够提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一。产品覆盖广泛的频率范围：公司产品可覆盖 L 波段至 W 波段，包括功率放大器芯片、低噪声放大器芯片、模拟波束赋形芯片及相控阵用无源器件等星载相控阵 T/R 芯片系列产品：公司推出的星载相控阵 T/R 芯片系列产品提升了卫星雷达系统的整体性能，达到了国际先进水平。
国博电子	基本介绍	主要从事有源相控阵 T/R 组件和射频集成电路相关产品的研发、生产和销售，产品主要包括有源相控阵 T/R 组件、砷化镓基站射频集成电路等，覆盖军用与民用领域是日前国内能够批量提供有源相控阵 T/R 组件及系列化射频集成电路相关产品的领先企业。控阵 T/R 组件业务。微系统事业部一直以有源相控阵 T/R 组件的设计、生产、销售为主业，是国内有源相控阵 T/R 组件的核心供应商。国

		博电子通过整合中国电科五十五所微系统事业部有源相控阵 T/R 组件业务，夯实了从射频芯片到模块、组件的完整设计平台，具备为精确制导、雷达探测、5G 民用通信国博电子。
		国博电子是中国电科 55 所唯一上市平台，是微波射频组件芯片的龙头企业。公司主业包括 T/R 组件、射频模块和芯片，具有国内 T/R 组件谱系最全、批产能力最强的优势。
射频微波领域		公司产品广泛应用于弹载、机载等领域，为国防装备发展做出了重要贡献。
		化合物半导体技术体系：国博电子建立了以化合物半导体为核心的技术体系和系列化产品布局，产品覆盖射频芯片、模块、组件。
基本介绍		军工电子业务专注于弹载、机载、舰载等武器平台精确制导、电子对抗微波混合集成电路领域，多年沉淀微波/毫米波器件、组件以及子系统的综合设计研发、生产制造核心关键技术，在微波电路专业化设计、微波电路微组装、微波组件互连、微波电路密封和测试等方面具有独特技术优势，产品广泛应用于航空、航天、通讯、遥感、遥测、雷达与电子对抗等领域。
盛路通信		盛路通信是国内领先的天线、射频产品研发、制造、销售于一体的高新技术企业。产品线涵盖微波毫米波器件、微波混合集成电路及相关组件和系统、移动通信天线、射频器件、有源设备等领域，形成了较为完善的通信设备产业链。军工电子业务的专注：盛路通信的军工电子业务专注于微波毫米波器件、微波混合集成电路及相关组件、系统的设计、开发、生产、销售与服务。经过 20 余年的研发技术和工艺积累，掌握和拥有微波集成电路领域的核心技术和先进工艺，在行业内具有较强的竞争优势。国产替代的突破：为了突破国际封锁及制裁，实现国产替代，盛路通信联合相关单位进行了相关专用芯片的设计、制造和应用，并已取得突破性成果，逐步开始批量应用。
射频微波领域		技术优势：公司在微波电路专业化设计、微波电路微组装、微波组件互连、微波电路密封和测试等技术方面具有国内领先的优势。产品具有频率高、频带宽、小型化、集成度高、动态范围大、抗干扰能力强、宽温度范围、电磁兼容性能好等特点
基本介绍		有国内领先的毫米波有源相控阵微系统整体解决方案及产品制造服务商。已取得专利 108 项，集成电路版图设计专有权 23 项，计算机软件著作权 8 项，正在申请国防专利 5 项，多个型号产品已成功实现工程化，具备国内领先的覆盖芯片、组件及设备的毫米波有源相控阵微系统研发与制造能力。
雷电微力		
射频微波领域		

资料来源：各公司年报，中国电科产业基础研究院官网，新浪财经，浙商证券研究所等

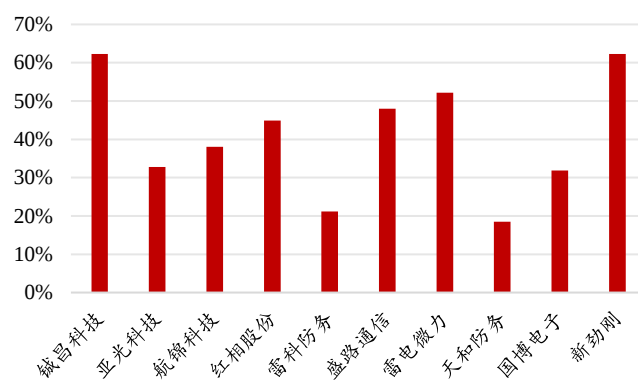
营收规模“两厂一所”保持领先，盈利能力新劲刚和铖昌科技保持高位。从 2023 年对应业务营收规模上看，除国博电子由于营收包含价值量较大的 TR 组件等表现较高外，“两所一厂”在营收体量上保持领先，尤其是 13 所和 55 所持续受到国家扶持，收入可达亚光电子的 5-8 倍。而从体量看，新劲刚、盛路通信、国博电子、雷电微力收入均在 5 亿元以上，可排在第二梯队，其余企业则在第三梯队。从 23 年对应业务盈利能力看，新劲刚和铖昌科技毛利率较高，这和公司技术壁垒及产业链环节相关，其余企业毛利率则处于正常水平。

图22： 2023 年射频微波营收体量“两所一厂”保持领先



资料来源：公司公告，WIND，浙商证券研究所

图23： 2023 年射频微波毛利率新劲刚和铖昌科技保持领先



资料来源：公司公告，WIND，浙商证券研究所

宽普科技主要聚焦通信和数据链。以接收端设备为主。新劲刚子公司宽普科技通过 20 多年的专注发展，先后研发形成了具有自身特色且行业领先的宽带高可靠射频微波功率放大技术、宽带高可靠射频微波功率合成技术、宽带高可靠射频微波功率耦合技术、宽带高

可靠射频微波功率开关技术、高可靠射频微波大功率滤波器技术、高可靠射频微波功率跳频滤波器技术、军用高可靠功率射频微波的专用工艺技术等射频微波功率的相关设计与实现技术，具有发射、接收、滤波等大、中、小功率的全套射频解决方案的能力，在特殊应用通信数据链射频前端领域处于行业领先地位。

表3：宽普科技主要产品以接收端设备为主

序号	产品系列	产品名称
1	器件模块	功率放大器模块
		器件模块
		滤波器模块
		双工器
2	组件	收发组件
		跳频滤波组件
3	设备	功率附加设备
		固态发射设备

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

仁健微波主要聚焦雷达和电子对抗。以发射端设备为主。2023年6月，公司收购仁健微波60%股份，仁健微波专业从事微波频率源、信号源及其组件相关的技术和产品开发，其产品频率覆盖DC-50GHz，其中高速捷变频率源的频率转换速度和超低相噪捷变频率源的相位噪声控制能力达到国内外领先水平。公司自主研发掌握的锁相环技术、DDS直接合成技术等核心技术，具有研发难度高、应用广等特点，通过DDS直接合成技术和数字锁相频率合成技术相结合，提高了频率合成器的性能，为客户提供了行业内领先的频率合成方案，同时构建了个性化产品服务体系，根据不同客户的需求，定制产品与配套工艺技术解决方案。

表4：仁健微波主要产品以发射端和频率源设备为主

序号	产品系列	产品名称
1	微型化频率源	15*12 微型化
		9*9 微型化
		21*15 微型化
2	变频源组件	超宽带收发变频器组件
		毫米波变频组件
		变频机箱
		数字锁相 PDRO
3	频率源组件	DDS 频率源
		宽带频率综合器
		小步进频综
		低相噪频率源
		高速直合源
		模拟信号源机箱捷变信号源机箱
		PXIE 模拟信号源
		复杂雷达信号调制源
		VPX 频率源组件

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外收购仁健微波，可在市场、产品、技术三个方面获得协同效应。1) 进一步拓展频段。在原有优势UV、L频段产品的基础上，不断向C、S、X乃至Ka、Ku等更高频段

产品发展。2) 进一步拓展应用领域。从终端应用看, 宽普科技的产品以通信与数据链为主, 仁健微波的产品以雷达、电子对抗为主, 通过对宽普科技和仁健微波市场资源的有效协同和整合, 公司产品的应用领域将进一步拓展。3) 进一步建设产品能力。公司将产品领域从发射端产品为主拓展到频率源和接收端产品, 逐步形成一家同时拥有频率源、发射、接收等全面技术和产品能力的公司。

3 布局隐身材料+低空经济，打造公司成长新动能

3.1 隐身材料下游应用广泛，型号批产带动需求增长

隐身材料从探测技术角度可分为雷达隐身、红外隐身、可见光隐身、激光隐身以及多频谱隐身等。其中主流的雷达隐身材料主要用于对抗雷达探测系统，通过吸收或散射电磁波能量，降低回波强度实现雷达隐身。红外隐身技术则主要用于对抗红外探测系统的侦察，通过降低表面发射率或降低温度实现目标红外特征控制，达到隐身目的。

图24：隐身材料可分为雷达隐身、红外隐身、多频谱隐身

雷达隐身材料	红外隐身材料	多频谱隐身材料
◆ 分为涂覆型吸波材料和结构型吸波材料 ◆ 通过吸收电磁波能量，降低回波强度实现雷达隐身 ◆ 主要用于对抗雷达探测系统 ◆ 厚度薄、质量轻、吸收频率宽、吸收能力强	◆ 分为低发射率红外隐身材料、控温材料和光谱转换材料 ◆ 改变物体的红外辐射特性，改变物体的红外辐射强度 ◆ 主要用于对抗红外信号探测系统 ◆ 耐高温、抑制表面信号发射，转移红外辐射信号	◆ 有雷达/红外兼容隐身、可见光/红外兼容隐身材料 ◆ 在低发射率涂层中加入着色颜料实现可见光/红外兼容隐身 ◆ 实现雷达/可见光/红外多频谱隐身 ◆ 需要多种材料复合、可用材料少、制造工艺复杂

资料来源：华泰科技招股说明书，浙商证券研究所

隐身技术能够在一定程度上有效提高武器装备所具有的作战效果以及自身生存能力，目前许多国家都已经引起了高度重视，逐渐成为陆、海、空以及天立体化的现代化战争攻防战术与技术手段，属于现代军事工作中的关键性技术。美国属于隐身技术发展相对领先的国家，其主要的隐身方式为采用隐身涂层材料及结构隐身复合材料，典型代表包括 F-117A 隐身攻击战斗机、F-22 战斗机、F-35 战斗机以及 B-2 隐身战略轰炸机。

图25：歼-20 为我国第一代隐身战斗机



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

图26：F-22 为美国第一代隐身战斗机



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

船舶防探测需求增加，导弹发射平台对隐身需求迫切，未来有望快速上量。舰艇是海军的主要作战力量，在精确制导技术成熟的现代战争中，舰艇的反探测能力需求日益凸显。近年来，各国已逐渐开展隐身舰艇相关的研究，俄罗斯“龙卷风”级隐身炮舰、瑞典“维斯比级”轻型护卫舰、美国“朱姆沃尔特级”驱逐舰、中国“055”大型驱逐舰等舰艇相继推出。导弹发射平台具有威慑性强、覆盖面积全球化特点，因此是陆军的主要作战力量。

如何提高导弹发射平台的隐蔽性，躲避敌方的侦察显得尤为重要。据印度《欧亚时报》称，中国正在为东风导弹开发隐身发射车，这些发射车支持人工智能技术，可以躲避无人机、雷达和卫星侦察。

图27：隐身材料在美国舰船中应用颇多



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

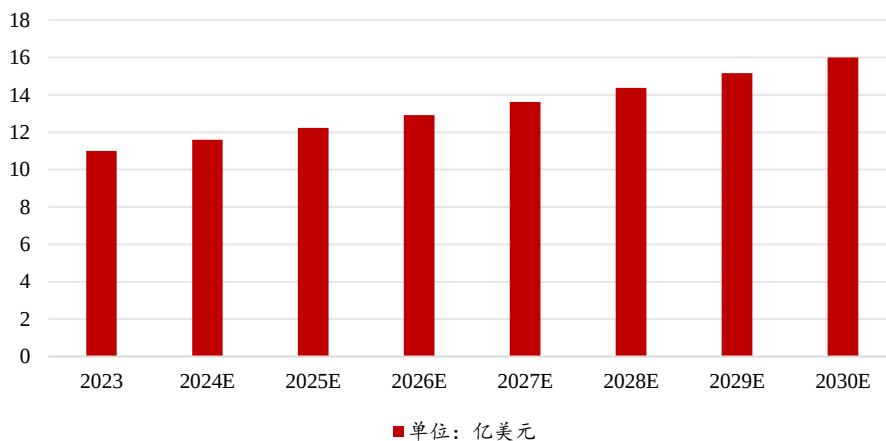
图28：隐身材料也开始在导弹车上使用



资料来源：百家号，浙商证券研究所

2023-2030 年全球军用隐身材料市场规模 CAGR 达到 6%。根据 QY Reaseach 报告，2023 年全球军用隐身材料市场规模达到 11 亿美元。2030 年将达到 16 亿美元，2023-2030 年复合增速可达 5.5%。

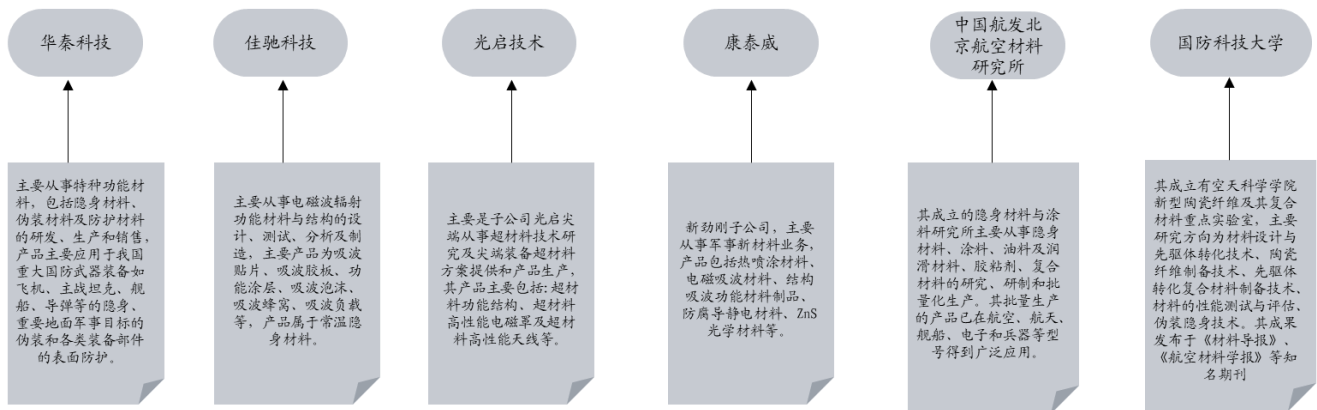
图29：2023-2030 年全球军用隐身材料市场规模 CAGR 可达 6%



资料来源：QY Reaserch，浙商证券研究所

当前国内隐身材料行业的研发与生产单位有各大军工集团下属研究院、各大高校，以及华秦科技、佳驰科技、光启技术、新劲刚等少数企业。其中，华秦科技的产品偏重中高温隐身材料，佳驰科技的产品属于常温隐身材料，结构隐身材料是其优势，光启技术产品主要为超材料产品，三家企业产品批产较早，覆盖重要装备型号，因此处于市场领先地位，但三者均拥有其优势领域，产品技术壁垒较高，中短期来看虽有交叉，但难以发生激烈的竞争，长期来看三者预计将在进一步巩固自身优势的同时延拓对方的领域。由于军品采购稳定性强，隐身材料技术壁垒极高，同时对性能的考量远大于性价比。未来的新企业必须依靠全新的技术入局，才有机会大规模瓜分市场，代表企业如同样聚焦中高温的长沙晶优新材料科技有限公司。

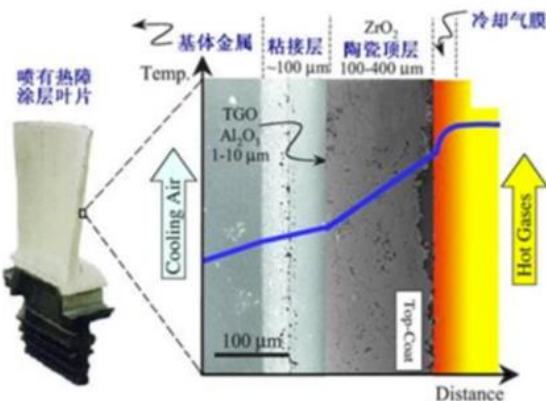
图30：国内隐身材料竞争格局相对稳定



资料来源：华泰科技招股说明书，佳驰科技招股说明书，光启技术 2023 年度财报，新劲刚 2023 年度财报，《航空材料学报》微信公众号，知网，百度，浙商证券研究所

高效热阻材料主要用于发动机等装备的高温部件，提高了部件的使用寿命。热障涂层是目前应用最广泛的热防护材料，其为一层陶瓷涂层，沉积在耐高温金属或超合金的表面，对于基底材料起到隔热作用，可降低基底温度，使得用其制成的器件能在高温下运行，并且可以提高器件的热效率。

图31：热障涂层结构复杂



资料来源：《Thermal Barrier Coatings for Gas-Turbine Engine Applications》，浙商证券研究所

图32：热障涂层主要用于航空发动机热端部件



资料来源：上海腐蚀科学技术学会，浙商证券研究所

重防腐涂料能够在更加苛刻腐蚀的环境里应用，具有比常规防腐涂料更长的保护期。据美国、日本、加拿大等国公布的报告显示，每年仅因腐蚀所造成的直接经济损失约占国民经济总产值的 1%-4%，腐蚀生锈的钢铁约占年产量的 10%，而在我国，每年金属腐蚀造成的经济损失约占国民生产总值的 4%，腐蚀损失甚至超过了火灾、风灾和地震造成损失的总和。因此，腐蚀防护技术特别是重防腐材料得到了越来越广泛的应用。

公司目前的特殊应用领域材料类产品主要包括热喷涂材料、电磁波吸收材料、防腐防静电材料等。其中公司的电磁波吸收材料产品主要有泡沫型吸波材料、涂层型吸波材料、贴片型吸波材料，具备轻薄、宽频强吸收、理化性能优异、环境适应性好等特点，可应用于飞行器、舰船、特种车辆、地面装备等领域，实现雷达隐身，有效提高装备电磁对抗能力和生存能力，主要应用于中常温领域，X 型吸波复合材料产品成功通过客户端前期技术验证，目前已实现小批量产供货。

公司的热喷涂材料主要是以等离子喷涂、爆炸喷涂技术在工件表面制备防护涂层，起到耐磨、耐蚀、热防护等作用。相关产品已成功应用于 X 型号飞行器，并实现批量供货。公司的防腐导静电材料集防腐与静电防护功能于一体，具有轻质、色浅和稳定的防护性能，可有效消除静电危害和防止静电积聚造成的电子元器件击穿、燃油起火或爆炸等危险，目前已实现批量供货。

3.2 低空经济万亿市场即将到来，未来 3 年公司所处赛道复合增速达 33%

反无人机技术是低空经济繁荣的基础，低空安全防御的屏障。反无人机系统行业的具体定义是指用于防范和对抗无人机的技术和设备，旨在保护重要设施和人群，以及监控边境等，通常包括捕捉、跟踪和击落无人机的能力，其采用的技术包括光学和电感传感器、雷达、激光雷达、导弹和电击等。在民用领域，无人机反制是低空经济繁荣的基础，也是重要组成部分。在军用领域，反无人机系统是无人化战争的“他山之石”，是低空防御的屏障。

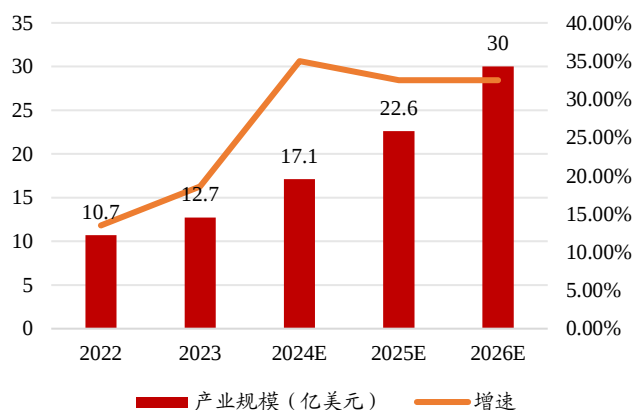
表5：主要无人机探测手段各有优缺点

探测手段	作用距离	优点	缺点	成本	成熟度
雷达探测	10kn	- 目标探测距离远 - 主动探测，可靠性高 - 可对目标进行航迹跟踪 - 受天气影响较小	- 无法探测悬停或较低速目标 - 受背景杂波影响大，虚警难以消除无法分辨无人机及其他空中异物	高	高
无线电信号监测	6kn	- 能够对无人机机型进行识别 - 可侦测定位无人机操作者 - 被动监测，隐蔽性好	- 无法监测无线电“静默”的无人机 - 受电班环境影响大，城市环境使用受限	中	高
光电识别跟踪	5kn	- 高精度跟踪，可引导精确打击 - 可对目标进行图像识别 - 具备目标视频取证功能	- 需要其他手段引导，主动搜索能力差 - 受天气影响较大	中	中
声音监测	200n	- 可探测各种状态下的目标 - 具备一定的机型识别能力	- 仅适用于近距离监测 - 受环境噪声影响大 - 需维护声纹库，无法识别未知无人机	低	低

资料来源：《飞航导弹》2020 年 09 期，浙商证券研究所

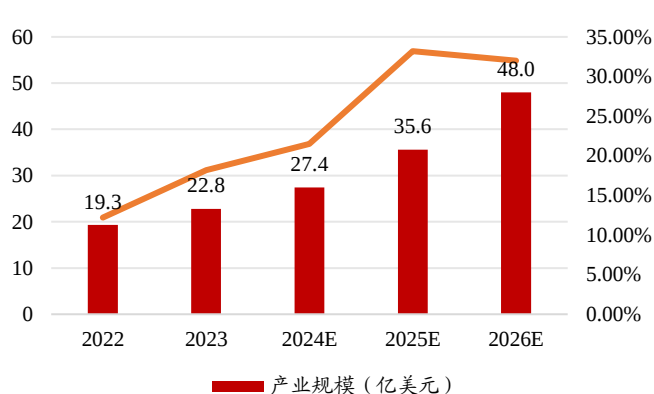
随着空域活动的日益频繁，探测跟踪模块将更紧密地覆盖各国重点防护区域，产业规模持续扩大。预计 2026 年中国民用无人机探测与反制行业市场规模可达 30 亿元，同比增长 32.5%，2022-2026 年 CAGR 为 29%，据赛迪顾问预计，2026 年全球民用无人机探测与反制行业市场规模可达 48 亿元，同比增长 34.8%，2022-2026 年 CAGR 为 26%。

图33：2022-2026 年中国民用无人机探测与反制 CAGR 为 29%



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

图34：2022-2026 年全球民用无人机探测与反制 CAGR 为 26%



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

行业集中度较低，企业规模相对较小。目前无人机反制行业集中度相对较低，尚无绝对龙头企业具备牵引产业链发展的能力，导致行业产业链相对垂直，产业链中、上游处于逐步发展成熟的过程中。军用领域，央国企占据主导地位，民用领域，由于技术要求相对较低，许多中小企业涌入市场，存在较大的产品同质化现象，竞争激烈。该领域上市公司代表如航天电子、莱斯信息、四川九洲、天和防务、星网宇达、纳睿雷达等，非上市公司代表如上海特金、理工企盛、历正科技等。

表6：反无人机行业国内主要生产企业普遍规模较小

企业名称	企业介绍
成都安则科技有限公司	安则低空慢速小目标防御系统 AUAV-固定式是为了应对小型无人机的安全威胁和应对突发情况开发的版本。
中科融通物联网科技无锡有限公司	主要产品包括 A100 睿鹰无人机侦测设备、A700 睿鹰无人机测向设备、AB101 睿鹰无人机防御系统、A300 睿鹰背负式无人机侦测设备、B200 睿鹰固定式无人机管制设备、B101 睿鹰手持式无人机反制设备等。
北京神州明达高科技有限公司	1)无人机打击枪设备体积小、重量轻，单兵便携操作，不会击毁或者损坏无人机;2)无人机反制系统对非法入侵无人机进行搜索式侦测、探测、发现、识别和侧向，利用光学侦测跟踪进行光学确认、定位并锁定跟踪，无线电干扰进行强电干扰阻断或诱骗迫使无人机降落或返航。
重庆兰空无人机技术有限公司	包括剑 Sword 系列、盾 Shield 系列、鹰 Eagle 系列、卫 Defend 系列等产品。
厦门市美亚柏科信息股份有限公司	美亚柏科电子鹰反无人机系统，能对市面上主流无人机进行及时的发现、识别、预警，并对“有害”无人机采取管控措施，实现针对无人机遥控信号和导航信号进行双重压制，使“有害”无人机快速、有效地迫降在安全区域外。
鉴真防务技术(上海)有限公司	公司自主研发的低空安防反无人机安全管控系统，具有对大疆等小微无人机进行“探测、监视、跟踪、识别、迫降、驱离”等综合管控能力。
西安天和防务技术股份有限公司	1)单兵无人机管制设备:通过发射电磁波，对飞行状态中的无人机进行管制，远距离切断无人机与遥控者之间的联系，对无人机进行原地着陆或者返回起点的功能管控，保障区域内的空域安全。2)反无人机指挥系统:系统主要用于对要地、边境等重要敏感区域的低空、超低空小型无人飞行器进行侦察识别、威胁判断和引导处置。
北京星网宇达科技股份有限公司	公司的反无人机系统基于相控阵雷达技术，能够探测距离在 8 公里以内的低小慢目标。该系统目前已经实现小批量销售。
理工企盛(北京)科技股份有限公司	公司的 BAT 无人机防御系统通过声光电融合传感器侦测技术，能够对低空无人机进行有效侦测、跟踪、识别和管控。系统包括前端侦测传感器、联动式智能干扰设备、后端管理平台以及移动式单兵无人机压制干扰枪，可灵活配置适用于各种场景。
北京历正科技股份有限公司	公司始终专注低空无人机防御技术研究，首创的“认知无线电协议逆向解析、频谱信号 AI 智能学习、TDOA+精准防御管控”技术处于国内领先地位。公司拥有“潜盾、前哨、利剑、天盾、鹰眼”五大系列 20 余型产品，在机场车站、工业厂矿、景区场馆、石油石化、水利水电等领域取得广泛应用。

资料来源：智研咨询，界面快报，各公司官网整理，浙商证券研究所等

新劲刚成立子公司广东凯际智能，借助无人机侦测和雷达设备切入低空经济。切入低空经济新劲刚于 2024 年 7 月在佛山市投资设立全资子公司广东凯际智能科技有限公司，旨在依托其宽普科技和仁健微波在射频微波技术领域的专业优势，充分利用其在侦测、干扰、雷达和卫星通信等应用领域的深度洞察与技术积累，从低慢小无人机管控研究切入，开发侦测和雷达设备，目前已有合作单位与公司在低空领域开展合作并下达了意向订单。

公司与深圳市智胜高技术研究院于 2024 年 10 月 24 日签订《关于推动低空经济示范与产业生态共建战略合作协议》。双方同意在低空经济领域开展商业落地示范与产业生态共建等方面开展战略合作，后者承担了《深圳市坪山区低空经济与空天产业规划》编制，推动了西北工业大学与坪山区政府低空经济领域全面战略合作，并共建坪山区“路空一体”智能网联测试基地。协议包含以下三点：

1、针对深圳市坪山区建设“路空一体”智能网联测试基地、西安元朴网络科技有限公司即时配送体系建设与航路基础设施示范工程建设等，乙方支撑甲方开展商业落地示范应用。

2、针对低空经济电子相关业务、材料相关业务，乙方支撑甲方开展特殊行业增量市场渠道的拓展合作。

3、针对电子相关业务、材料相关业务出海，乙方支撑甲方开展渠道拓展合作，推动以应急保障产品方式通过正规渠道出海。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：公司业绩有望在 2025 年迎来爆发

特殊应用材料业务陆续进入批产，康泰威业绩有望加速增长。康泰威在特殊应用材料领域积累深厚，碳纤维增强树脂基复合材料、结构吸波功能材料及 ZnS 光学材料正处于研发验证阶段，X 型吸波复合材料产品成功通过客户端前期技术验证，目前已实现小批量产供货，随着产品陆续进入批产，营收将保持快速增长，我们预计 2024-2026 年特殊材料营收分别为 0.1 亿元、0.3 亿元、0.5 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 75%。毛利率方面，随着吸波隐身材料进入批产，毛利率有望持续修复，我们 2024-2026 特殊应用材料业务毛利率为 34%、42%、48%。

特殊应用电子业务随数据链快速放量，盈利能力预计保持稳定。宽普科技在数据链射频前端领域具有较为深厚的技术和项目积累，随着下游数据链进入批产，公司营收将快速增长，我们预计 2024-2026 年宽普科技营收分别为 5.1 亿元、6.9 亿元、9.6 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 28%。仁健微波下游应用广泛，营收基数较小，随着与宽普科技的协同效应的发挥，营收或将快速增长，我们预计 2024-2026 年仁健微波营收分别为 0.5 亿元、0.7 亿元、1.0 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 36%。毛利率方面，随着仁健微波规模效应的不断显现和军工降价的推行，毛利率将维持稳定，我们预计 2024-2026 年特殊应用电子业务毛利率约为 63%、63%、63%。

表7：新劲刚 2023-2026 年营收 CAGR 预计可达 30%

营业收入	2023A	2024E	2025E	2026E
康泰威（亿元）	0.1	0.1	0.3	0.5
同比（%）	-28%	-14%	275%	67%
毛利率	30%	34%	42%	48%
宽普科技（亿元）	4.6	5.1	6.9	9.6
同比（%）	11%	10%	35%	40%
仁健微波（亿元）	0.4	0.5	0.7	1.0
同比（%）	-	20%	50%	40%
毛利率	63%	63%	63%	63%
合并口径营收（包含康泰威）	5.1	5.6	7.9	11.1
同比（%）	19%	10%	39%	41%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

仁健微波和康泰威加速成长，公司整体费用率有望稳中有降。随着康泰威产品进入批产阶段以及仁健微波的快速增长，两家子公司的规模效应将逐渐显现，整体费用率或将稳中有降。我们预计 2023-2026 年整体销售费用率预计为 1.4%、1.4%、1.3%，对应销售费用分别为 0.08、0.11、0.14 亿元；2024-2026 年管理费用预计为 8.6%、8.0%、7.7%，对应管理费用分别为 0.48、0.63、0.85 亿元；2024-2026 年研发费用率为 10.6%、9.3%、9.0%，研发费用分别为 0.60、0.73、1.00 亿元，研发费用率为 10.6%、9.3%、9.0%；财务费用预计保持在 0.6%，对应 2024-2026 年公司财务费用分别为 0.03、0.05、0.07 亿元。

表8: 新劲刚期间费用率预计稳中有降

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用 (亿元)	0.07	0.08	0.08	0.08	0.11	0.14
占营收比例	1.8%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
管理费用 (亿元)	0.37	0.43	0.48	0.48	0.63	0.85
占营收比例	10.3%	10.0%	9.4%	8.6%	8.0%	7.7%
研发费用 (亿元)	0.47	0.49	0.56	0.60	0.73	1.00
占营收比例	13.0%	11.3%	10.9%	10.6%	9.3%	9.0%
财务费用 (亿元)	0.03	0.02	0.04	0.03	0.05	0.07
占营收比例	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

随着公司下游产品进入批产, 公司业绩预计于 2025 年迎来爆发。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.6、7.9、11.1 亿元, 2023-2026 年营业收入 CAGR 为 30%。归母净利润分别为 1.5、2.5、3.2 亿元, 2023-2026 年归母净利润 CAGR 为 33%。

表9: 预计新劲刚 2023-2026 年归母净利润复合增速为 33%

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	5.1	5.6	7.9	11.1
同比 (%)	19%	10%	39%	41%
归母净利润 (亿元)	1.4	1.5	2.5	3.2
同比 (%)	6%	9%	66%	29%
EPS (元)	0.55	0.60	1.00	1.29
P/E	41.8	38.5	23.1	17.9

资料来源: WIND, 公司公告, 浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议: 数据链+隐身材料核心标的, 估值修复空间较高

数据链+隐身材料核心标的, 产品批产后估值将快速修复。射频微波板块我们选择国博电子、盛路通信和臻镭科技作为可比公司, 军工新材料板块我们选择华秦科技和光启技术作为可比公司。由于公司当前康泰威利润体量较小, 因此我们不采用分部估值, 根据可比公司 WIND 一致预期对应 2024-2026 平均 PE 分别为 52.9、39.4、30.9, 新劲刚预计 2024 年归母净利润为 1.5 亿元, 采用可比公司估值可得 2024 年公司合理市值为 79 亿元, 对应股价 31 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 新劲刚估值低于可比公司平均值

公司简称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024.12.4	2024.12.4	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
国博电子	688375.SH	49.7	296.4	5.0	6.3	8.0	59.8	47.6	37.4
盛路通信	002446.SZ	7.2	66.3	1.1	1.6	2.0	61.5	41.7	33.1
华秦科技	688281.SH	95.6	186.1	5.0	6.5	8.4	37.4	28.8	22.2
平均							52.9	39.4	30.9
新劲刚	300629.SH	23.1	59.5	1.5	2.5	3.2	39.3	23.6	18.3

备注: 其他公司盈利预测来自 wind 一致预期

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

5 风险提示

数据链批产不及预期：当前公司射频微波业务主要增量来自下游数据链的批产，如果数据链批产不及预期，将影响公司该业务的成长性。

隐身材料批产不及预期：当前子公司康泰威主要增量来自隐身材料的批产，如果隐身材料批产不及预期，将影响公司该业务的成长性。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1206	1418	1695	2052
现金	329	668	711	732
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	724	523	684	929
其它应收款	20	17	30	40
预付账款	1	2	2	3
存货	126	192	256	338
其他	6	16	11	11
非流动资产	756	662	683	712
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	51	46	41	37
无形资产	37	34	35	38
在建工程	1	2	3	3
其他	667	579	604	633
资产总计	1962	2080	2378	2764
流动负债	175	194	248	311
短期借款	5	2	2	3
应付款项	74	113	150	198
预收账款	0	0	0	0
其他	97	80	96	110
非流动负债	127	91	99	107
长期借款	2	2	3	4
其他	125	89	96	103
负债合计	302	285	347	418
少数股东权益	35	41	51	67
归属母公司股东权益	1626	1753	1980	2279
负债和股东权益	1962	2080	2378	2764

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(48)	312	84	76
净利润	144	158	262	340
折旧摊销	14	8	9	9
财务费用	4	3	5	7
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(305)	241	(90)	(125)
其它	96	(99)	(101)	(155)
投资活动现金流	(101)	79	(18)	(27)
资本支出	(0)	1	1	1
长期投资	0	0	0	0
其他	(101)	79	(20)	(27)
筹资活动现金流	223	(52)	(23)	(29)
短期借款	5	(3)	1	1
长期借款	2	1	1	1
其他	216	(49)	(24)	(30)
现金净增加额	74	339	43	20

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	511	564	787	1108
营业成本	191	212	298	418
营业税金及附加	6	9	10	18
营业费用	8	8	11	14
管理费用	48	49	63	85
研发费用	56	60	73	100
财务费用	4	3	5	7
资产减值损失	(34)	(38)	(23)	(60)
公允价值变动损益	0	3	2	3
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	2	1	1	1
营业利润	168	190	307	411
营业外收支	3	0	1	1
利润总额	171	190	308	412
所得税	27	32	47	72
净利润	144	158	262	340
少数股东损益	5	7	10	15
归属母公司净利润	139	151	252	325
EBITDA	182	197	314	417
EPS (最新摊薄)	0.55	0.60	1.00	1.29

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	19%	10%	39%	41%
营业利润	11%	13%	62%	34%
归属母公司净利润	6%	9%	66%	29%
获利能力				
毛利率	63%	63%	62%	62%
净利率	28%	28%	33%	31%
ROE	10%	9%	13%	15%
ROIC	8%	8%	12%	14%
偿债能力				
资产负债率	15%	14%	15%	15%
净负债比率	15%	9%	8%	8%
流动比率	6.9	7.3	6.8	6.6
速动比率	6.2	6.3	5.8	5.5
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.1	1.2	1.9	2.2
应付账款周转率	3.4	3.4	3.6	3.7
每股指标(元)				
每股收益	0.6	0.6	1.0	1.3
每股经营现金	-0.2	1.2	0.3	0.3
每股净资产	6.5	7.0	7.9	9.1
估值比率				
P/E	42	38	23	18
P/B	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	64	27	17	13

资料来源：WIND，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20 % 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>