


2022年11月27日
 新劲刚(300629.SZ)

ESSENCE


公司分析

证券研究报告

国防军工

做大做强军工电子，稳步推进军工材料（更正）

构建“军工材料+军工电子”业务体系，公司发展未来可期。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，以高性能金属基超硬材料、金属基复合材料及制品起家。2019年公司战略并购宽普科技成功实现从新材料领域向军工电子领域的业务拓展，2020年公司完成对传统超硬材料制品业务的剥离，依托宽普科技做大做强军工电子业务，同时以康泰威为载体，稳步拓展军工新材料业务，形成新材料与电子业务协同发展的业务格局。完成核心主业的吐故纳新后公司业绩迈入高速增长通道，主营业务的平滑更替过度也带动了公司盈利能力显著提升，2020年、2021年营收分别为3.18亿元、3.60亿元，同比增长60.64%、13.17%（公司2021年起不再经营金属基超硬材料业务，若单独计算微波射频业务增速达82.58%）；归母净利润大幅提升实现扭亏为盈，2020、2021年分别达5023.80万元、9703.05万元，同比增长294.91%、93.14%。持续稳定的研发投入有望不断增强公司核心竞争力，助力实现可持续发展；连续两期股权的激励将进一步激发管理团队的积极性，并且充分提高经营效率、赋能长期发展。

强化宽普科技技术优势，微波射频业务持续向好。宽普科技于2019年被新劲刚收购，宽普专注射频微波领域超20年，专业从事射频微波模块、组件、设备和系统的设计开发工作，其产品广泛应用于通信、雷达和敌我识别、电子对抗等领域，是国内特殊应用射频微波功放领域的领先企业。在当前射频微波通信产品集成化发展的趋势下，附加值较高的组件和设备类产品收入占比逐步提升，进一步增强公司盈利能力，组件及设备的收入占比已从2015年的57.83%提升至2018年的74.81%，同期毛利率提升12.15pct至57.05%。宽普科技已于2022年5月整体搬迁至新场地，生产及研发场地面积约为原来2倍，成功打破产能瓶颈，预计全部达产后年产能将可达10亿元以上。

着力打造康泰威新材料平台，军工材料业务稳中有进。康泰威于2010年被新劲刚收购，产品主要包括热喷涂材料、电磁波吸波材料、结构型吸波功能材料制品、防腐导静电材料、ZnS光学材料等。康泰威自成立以来坚持聚焦军工产品研发，注重产学研合作，具备军工产品自主材料研究创新、产品工程化生产能力，在吸波隐身功能材料、热障涂层功能材料等领域已取得较为深厚的技术积累。其中，公司所研发的热喷涂材料已成功应用于X型号飞行器，并实现批量供货，电磁吸波材料也已实现小批量产。康泰威军用产品的相关技术细节、技术指标、对应的下游产品均为保密

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

45元

股价(2022-11-25)

28.52元

交易数据

总市值(百万元)	5,200.03
流通市值(百万元)	4,052.56
总股本(百万股)	182.33
流通股本(百万股)	142.10
12个月价格区间	18.39/34.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.6	20.1	7.3
绝对收益	26.6	11.8	-15.6

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001

zhangbh@essence.com.cn

马卓群

联系人

mazq@essence.com.cn

相关报告

信息，产品技术及生产工艺被竞争者模仿或替代的可能性较小，具备较高技术壁垒及客户稳定性。

投资建议：

我们预计公司 2022 年-2024 年的净利润分别为 1.4 亿、2 亿和 2.8 亿，对应 40、27、19X 估值，首次覆盖给予买入-A 的投资评级。

风险提示：军品供应竞争加剧，军品订单不及预期。

注：本文为 2022 年 11 月 23 日发布的同名报告更正版，原文预计净利润数据有所更改。

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3.2	3.6	5.0	9.1	12.9
净利润	0.5	1.0	1.4	2.0	2.8
每股收益(元)	0.28	0.53	0.75	1.12	1.56
每股净资产(元)	4.95	6.04	6.89	7.81	9.13

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	108.8	56.4	39.9	26.7	19.2
市净率(倍)	6.1	5.0	4.4	3.8	3.3
净利润率	15.8%	26.9%	27.2%	22.6%	22.0%
净资产收益率	5.6%	8.8%	10.9%	14.4%	17.1%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.7%	0.8%
ROIC	7.4%	12.9%	20.9%	26.4%	32.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 构建“军工材料+军工电子”业务体系，公司发展未来可期	4
1.1. 剥离传统民品业务，实现军工电子+新材料布局	4
1.2. 聚焦军工赛道，盈利能力显著提升	5
1.3. 积极实施股权激励，深度绑定员工利益	6
2. 强化宽普科技技术优势，微波射频业务持续向好	7
2.1. 微波射频技术应用广泛，核心受益于国防现代化建设进程	7
2.2. 专注深耕射频微波领域，研发驱动推进行业地位提升	9
3. 着力打造康泰威新材料平台，军工材料业务稳中有进	11
3.1. 优化产品结构，致力构筑新材料平台	11
3.2. 技术积累雄厚，客户稳定性强	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	14
5.1. 军品供应竞争加剧	14
5.2. 军品订单不及预期	14

目 录

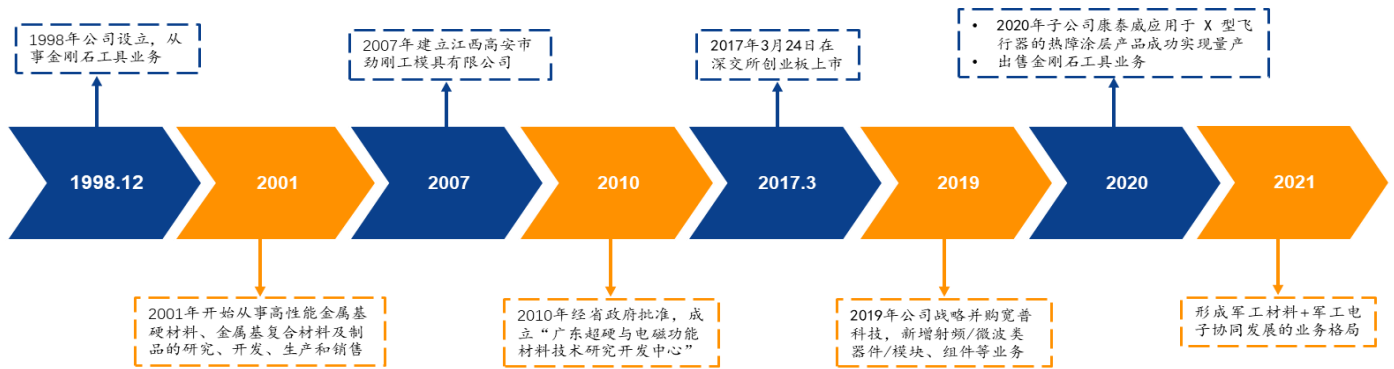
图 1. 公司发展沿革	4
图 2. 新劲刚股权结构	4
图 3. 公司 2017-2022H1 营收及增速	5
图 4. 公司 2017-2022H1 归母净利润及增速	5
图 5. 公司 2017-2022H1 营业收入构成（百万元）	6
图 6. 公司 2017-2022H1 细分业务毛利率（%）	6
图 7. 公司 2017-2022H1 毛利率及净利率（%）	6
图 8. 公司 2017-2022H1 期间费用率	6
图 9. 宽普科技发展沿革	9
图 10. 康泰威发展沿革	11
图 11. 热障涂层在飞机上的应用	12
图 12. 经过热喷涂的纳米结构氧化物陶瓷涂层的美国海军潜艇部件	12
图 13. 整流罩组件实物图	13
表 1: 新劲刚股权激励授予情况	7
表 2: 新劲刚股权激励考核标准	7
表 3: 宽普科技产品谱系	8
表 4: 射频微波技术迭代方向	9
表 5: 2015-2018 宽普科技收入结构占比及毛利率表现	10
表 6: 宽普科技主要管理层情况	10
表 7: 宽普科技 2019-2021 年业绩承诺兑现情况	11
表 8: 康泰威作为授权人的相关专利	13
表 9: 康泰威军工业务相关资质证书	14

1. 构建“军工材料+军工电子”业务体系，公司发展未来可期

1.1. 剥离传统民品业务，实现军工电子+新材料布局

公司主要从事射频微波类产品和新材料的研究、开发、生产和销售，是国家火炬计划重点高新技术企业。公司 1998 年设立并从事金刚石工具业务，自 2001 年以来主要从事高性能金属基超硬材料、金属基复合材料及制品的研究、开发、生产和销售。2017 年 3 月 24 日在深交所创业板上市。2019 年公司战略并购宽普科技，新增了射频/微波类器件/模块、组件、设备业务，成功实现从新材料领域向军工电子领域的业务拓展。2020 年公司完成了对传统超硬材料制品业务的剥离，依托宽普科技做大做强军工电子业务，同时以康泰威为载体，稳步拓展军工新材料业务，形成新材料与电子业务协同发展的业务格局。

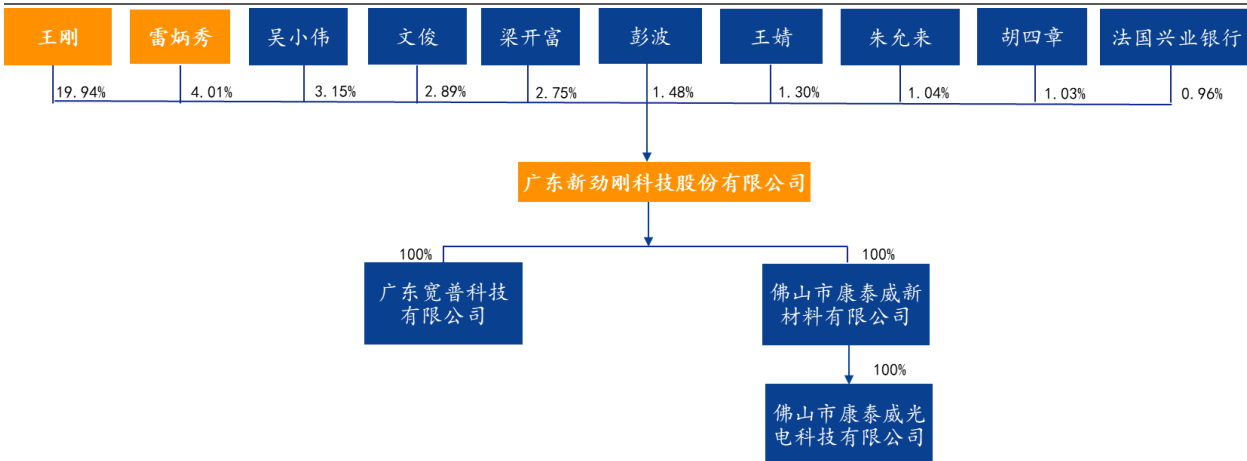
图1. 公司发展沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

股权结构清晰，董事长王刚为控股股东。目前公司控股股东为董事长王刚，实际控制人为王刚、雷炳秀、王婧。截至 2022 三季度报，王刚持有公司 3636 万股，占总股本的 19.94%。公司第三大股东吴小伟和第四大股东文俊为原宽普科技第一及第二大股东，现任宽普科技总经理及首席科学家，分别出身自国营九一八厂及佛山无线电八厂声光电工程技术开发中心。

图2. 新劲刚股权结构

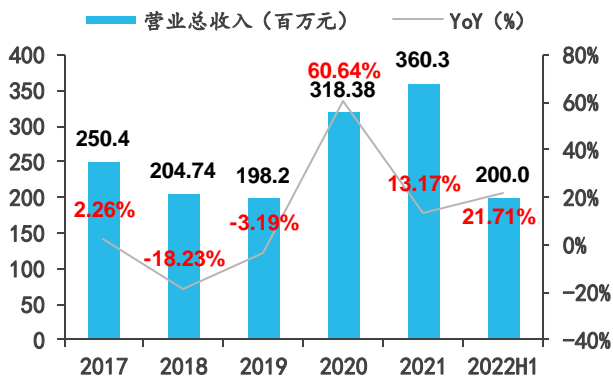


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 聚焦军工赛道，盈利能力显著提升

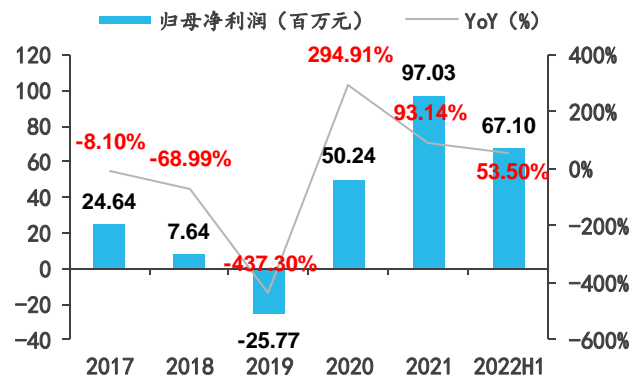
核心主业吐故纳新，聚焦军工业务发展助力业绩迈入高速增长通道。2017-2019年，公司主导产品金属基超硬材料制品及其配套产品的下游建筑陶瓷行业整体下滑严重，致使营业收入从2.50亿元下滑至1.98亿元，归母净利润从2464.38万元下滑至-2577.44万元。在业绩表现低迷的背景下，公司于2019年通过外延并购宽普科技实现向军工电子信息领域的拓展，并在2020年底剥离超硬材料业务，公司持续盈利能力和抗风险能力显著提升：2020年、2021年营收分别为3.18亿元、3.60亿元，同比增长60.64%、13.17%（公司2021年起不再经营金属基超硬材料业务，若单独计算微波射频业务增速达82.58%）；归母净利润大幅提升实现扭亏为盈，2020、2021年分别达5023.80万元、9703.05万元，同比增长294.91%、93.14%。公司顺利完成核心主业的吐故纳新、集中资源和精力聚焦军工业务发展后业绩迈入高速增长通道。

图3. 公司 2017-2022H1 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

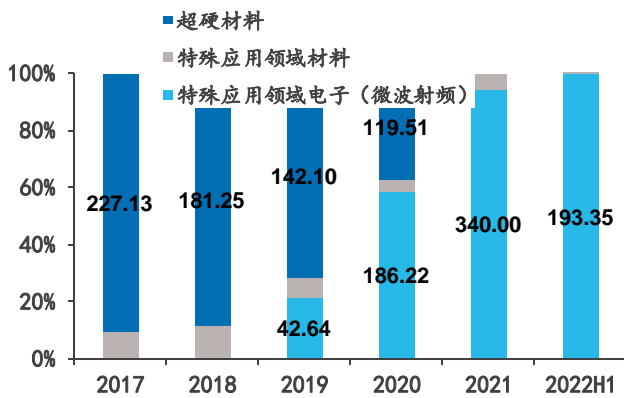
图4. 公司 2017-2022H1 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

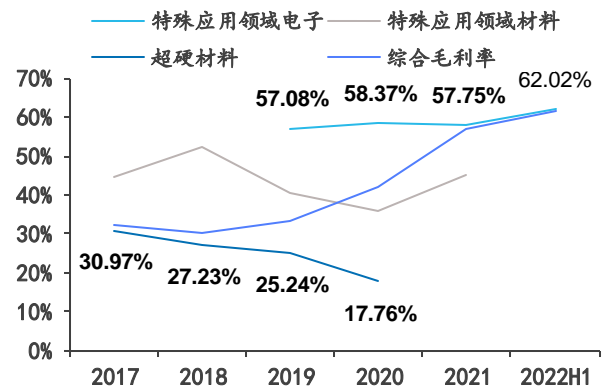
主营业务平滑更替过度，盈利能力提升显著。从营收构成来看，传统业务金属基超硬材料制品受下游建筑陶瓷加工行业整体低迷影响，营收从2017年的2.27亿元下降至2020年的1.20亿元，占比从90.70%降低至37.54%。微波射频产品自2019年10月起完成对宽普科技的并表后开始贡献营收，从2019年的4264万元增长至2021年的3.40亿元，对应2年复合增速182.38%，营收占比在超硬材料完全剥离前的2020年已超50%，2021年起公司不再经营超硬材料制品后成为占比超9成的绝对核心业务。从细分产品毛利率来看，面向军工领域的微波射频产品毛利率保持在57%以上，在其营收占比逐步提高后，公司综合毛利率提升显著，预计在公司形成聚焦军工业务发展的布局下，未来将维持稳定。

图5. 公司 2017-2022H1 营业收入构成 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

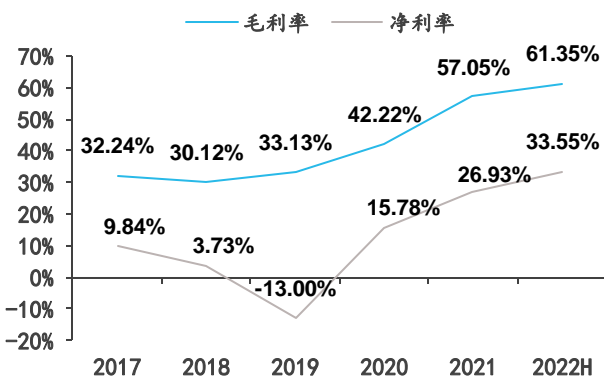
图6. 公司 2017-2022H1 细分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

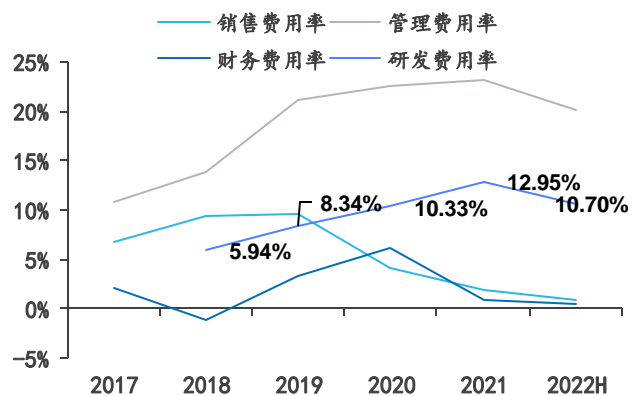
净利率同步增长改善，研发投入持续提升。除 2019 年外，2017-2022H1 公司净利率与毛利率基本保持同步增长改善，其中 2019 年净利率为-13%主要因下游客户回款周期延长及库存商品销售不畅，公司计提信用减值损失 1523.60 万元和资产减值损失 995.31 万元所致。公司费用控制稳定，研发投入持续提升：自转型面向军工领域后公司持续加大研发投入以拓展新领域、开发新产品，2018 年-2022H 研发费用率从 5.94% 提升至 10.70%。我们认为，在公司转型军工电子与新材料业务方向的大背景下，持续稳定的研发投入有望不断增强公司核心竞争力，有助公司实现可持续发展。

图7. 公司 2017-2022H1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图8. 公司 2017-2022H1 期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.3. 积极实施股权激励，深度绑定员工利益

连续两期股权激励持续调度员工积极性。2020 年 12 月 29 日公司发布首次股权激励草案，并于 2021 年 1 月 20 日完成向高级管理人员、核心技术人员、核心骨干等不超过 28 人授予 100 万股限制性股票，授予价格 15.19 元/股。此外，本次股权激励设置了考核指标，以 2020 年为基数，2021-2023 年净利润增长不低于 30%/60%/90%，对应 3 年复合增长率不低于 23.86%，2022 年 10 月 25 日公司再度发布股权激励草案，拟向董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干等不超过 46 人授予 246 万股限制性股票，授予价格 11.18 元/股。本次股权激励设置的考核指标以 2022 年为基数，2023-2025 年营业收入增长不低于 15%/30%/45%，或净利

润增长不低于 15/30/45%，对应 3 年复合增长率不低于 13.19%，相比 2020 年首次股权激励方案覆盖人员更广、激励份额更多，将进一步激发管理团队的积极性，并且充分提高经营效率、赋能长期发展。

表1：新劲刚股权激励授予情况

	授予价格	授予人数	授予数量	总股本占比
2020 年激励计划	15.19 元/股	不超过 28 人	100 万股	0.76%
2022 年激励计划	11.18 元/股	不超过 46 人	242 万股	1.33%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表2：新劲刚股权激励考核标准

	归属期	业绩考核目标
2020 年考核标准	第一个归属期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%；
	第二个归属期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 60%；
	第三个归属期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 90%。
2022 年考核标准	第一个归属期	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%；或以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 15%
	第二个归属期	以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%；或以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%
	第三个归属期	以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 45%。或以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 45%

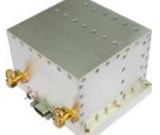


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 强化宽普科技技术优势，微波射频业务持续向好

2.1. 微波射频技术应用广泛，核心受益于国防现代化建设进程

射频微波技术下游应用广泛，正向高频化小型化集成化发展。射频微波通信是上世纪中叶发展起来的新型技术，在雷达、通信、电子对抗等军用领域方面应用广泛，后随通信向高频段发展，其在民用领域也得到广泛应用。相比长波、中波等通信方式，射频微波通信具有频率高、波长短、频带宽、容量大、抗干扰、穿透能力强、传输距离远等特点。微波模块、组件的主要功能是处理和变换射频微波能量和信号，是整机系统的重要组成部分，对技术研发、制造设备、生产工艺等均有较高要求，行业技术门槛较高。射频微波模块、组件的技术及工艺等不断向高频化、小型化、宽带化的方向迭代进步以顺应现代武器装备小型化、多功能化、轻量化和集成化发展趋势。

表3：宽普科技产品谱系

产品名称	工作原理	技术特点	下游应用	产品示意图
射频微波功率放大器	将输入功率放大到要求功率量级	射频微波发射系统关键部件，指标高、可靠性稳定性好、尺寸小、环境适应性强、性价比高、易于使用	无线通信、对抗、雷达、导航、微波固态加热、工业医疗科研等领域	
射频微波滤波器及组件	主要作用是滤除谐波、隔离频带、滤除带外噪声和杂波，其实现方式可选择 LC、介质、微带、螺旋、腔体等形式	组合化滤波器采用一体化设计，可靠性高，体积小，易于整机装配配套	无线通信、对抗、雷达、导航、指挥自动化等各种领域	
跳频滤波器及组件	其工作频率捷变，对复杂电磁环境宽带跳频通信及侦察系统滤除噪声杂散、实现抗干扰共用有优势	满足用户在工作频率范围、信道带宽、滤波要求、功率能力、尺寸大小和附加功能等不同需求	应用于复杂电磁环境下的无线通信等特殊应用领域	
定向耦合器	一定比例弱耦合单方向功率能用于检测正向功率、反向功率与控制保护及反馈校正等用途	尺寸小、承受功率高、定向性高、输出电压平坦度高、批量一致性好	无线通信、电子对抗、雷达系统等许多领域中有广泛用途	
射频微波功率开关	/	用于控制射频信号传输路径及信号大小的控制器件之一；常见的开关类型有集成式开关，射频继电器，PIN 开关等。	无线通信、电子对抗、雷达系统等领域中有广泛用途	
射频微波发射组件	由射频微波功率放大器及其后置功能单元整合而成	具有功率检测、波段控制、收发控制等功能，有较强谐波和噪声抑制能力。	无线通信、对抗、雷达、导航、指挥自动化等领域	
射频前端组件	射频前端指基带到天线之间的所有电路，但也常单指靠近天线的发射和接收电路	射频微波通信系统核心组件；宽普科技射频前端产品是包含射频微波功率放大器和接收部分的综合产品，可根据用户要求定制	无线通信、对抗、雷达、导航、指挥自动化等领域	
收发 (T/R) 组件	有源相控阵雷达需要大量相同满足幅相一致性指标收发 (T/R) 组件。因其量大和特殊要求，它被独立出来	收发 (T/R) 组件是一种包含接收和发射的特殊射频前端组件，是有源相控阵雷达的核心部件	相控阵雷达、对抗装备的核心部件	
大功率发射/对抗装备	大功率发射/对抗装备，是独立的大功率机箱/机柜式设备	与其它模块式产品相比，具有完备的电路和结构功能，	用于需要提供大功率射频微波信号的各种场合	
功率附加设备	功率附加设备是用来与电台联用以增强发射功率的功率放大设备，连接于电台和天线之间。	更具有完备电路和结构功能；除功率放大、滤波和直通等基本功能外，还包括较完善的功率控制及保护检测功能	应用于需要提供大功率射频微波信号的各个场合。	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

国防信息化建设需求明确，拉动特殊应用电子产业高速发展。为适应现代信息化战争需求，实现军队全面信息化并提升单兵战斗力，国防信息体系的建设乃军队发展的重中之重。我国的信息安全产业起步晚，底子薄，在许多重大关键技术方面仍较为薄弱。我国国防总体信息化程度与西方发达国家仍存在一定差距，信息化水平提升空间较大。据商务部投资促进事务局发布的报告，预计到 2025 年，国防信息化开支可能会达到 2,513 亿元，占国防装备支出的 40%，其中核心领域有望保持 20% 以上的复合增长。公司特殊应用射频微波领域作为信息化装备的重要部分必将充分受益。

表4：射频微波技术迭代方向

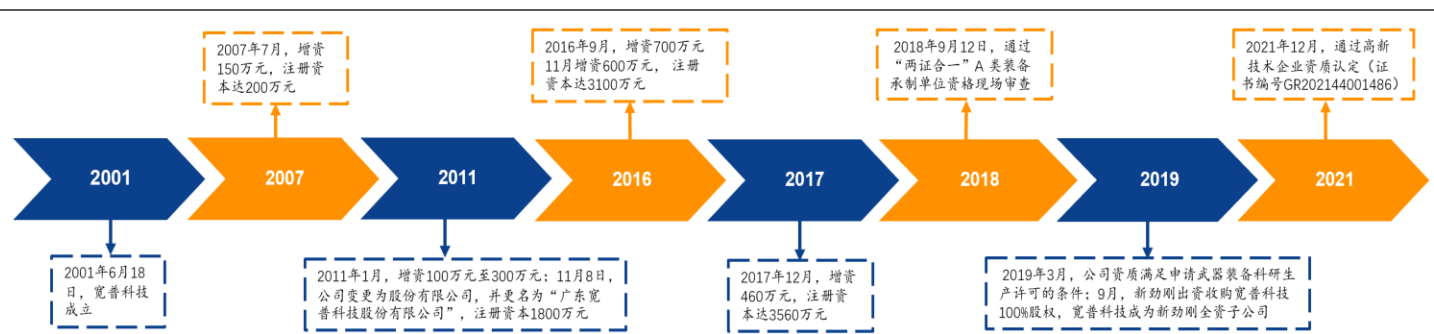
	目的	方式
高频化	提升信息传输容量、传输效率、传输质量，极大提升抗干扰和抗截获能力，实现航天通信	工作频段向更高的毫米波段发展
小型化&高集成	满足实现武器装备单个配套产品小型化、轻量化，缩小武器装备整体体积和重量并提升性能	采用 SiP 封装、多芯片组件 (MCM) 工艺、低温共烧陶瓷技术 (LTCC)，提高微波电路布线密度，实现微波混合集成电路的三维布局和封装
宽带化	实现大容量点对多点微波传输，显著提升系统设备性能	引入宽带组件

资料来源：公司公告安信证券研究中心

2.2. 专注深耕射频微波领域，研发驱动推进行业地位提升

专注深耕射频微波领域，持续增资扩充强化实力。全资子公司宽普科技专注射频微波领域超 20 年，专业从事射频微波功率放大及滤波、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，是国内特殊应用射频微波功放领域的领先企业。致力于推动射频微波功率技术在地面固定、车载、机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用。宽普科技主要为通信、对抗、雷达、导航、指挥自动化、压制等设备/系统提供配套，是国内射频微波功放领域的领先企业。宽普科技自成立以来持续增资扩充，强化自身实力，并于 2019 年正式成为新劲刚全资子公司，进一步强化行业竞争力与资金实力。公司已于 2022 年 5 月整体搬迁至新的场地，生产及研发场地面积约为原来 2 倍，截至中报时，公司生产已处于满负荷运行状态，后续将根据订单情况对新场地的产研布局进行规划调整，全部达产后年产能将可达到 10 亿元以上。

图9. 宽普科技发展沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

产品集成度持续提升，带动盈利能力稳步增强。宽普科技专业化定向配套军工市场，由整机厂所根据本单位的系统整机指标提出相应射频微波模块、组件及装备需求，并由专业射频微波厂商进行研发和生产射频微波产品。公司产品按集成度不同可以划分为模块、组件和设备。在我国武器装备的升级换代需求下，除了对射频微波通信产品性能提升需求外，还对产品的小型化、轻量化、综合化和集成化都提出了更高要求。在集成化发展趋势下，伴随公司研发实力的提升，公司产品结构也不断的从单个功能模块向融合了多种微波基本部件的多功能组件和设备升级。因组件和设备类产品的集成度更高、技术原理更加复杂，对生产企业的整体技术实力以及综合化的系统集成能力要求很高，具备更高价值量，公司盈利水平有望伴随这一趋势持续提升。

表5：2015-2018 宽普科技收入结构占比及毛利率表现

收入占比	2015	2016	2017	2018
模块	42.12%	34.39%	26.74%	25.13%
组件	49.55%	52.52%	51.37%	47.94%
设备	8.28%	13.05%	21.74%	26.87%
其他	0.05%	0.04%	0.16%	0.06%
毛利率	2015	2016	2017	2018
模块	42.33%	44.75%	45.65%	42.06%
组件	49.11%	50.60%	52.45%	60.42%
设备	33.07%	53.59%	56.62%	65.12%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

高度重视技术研发投入，项目积累保障未来持续增长。宽普科技为技术驱动型企业，高度重视研发投入，不断推出前沿水平的高性能射频微波产品。公司自成立以来长期深耕于电子信息行业，研发中心人员近百人，专业领域涵盖电子学与信息系统、通信工程、电子信息工程、微电子、计算机等多个方面，主要核心研发人员具有丰富的行业经验和研发实力。随着前期研发项目的陆续定型及批产，前期的持续投入进入了收获期，每年研发项目的数量也在不断增多，2021 年结题研发项目达到 170 多项，丰富的项目积累为公司后续经营业绩的持续增长提供了有力支撑。

表6：宽普科技主要管理层情况

姓名	当前职位	从业经历
邹卫峰	董事长	曾于安信证券任中小企业融资部业务副总裁；曾于恒泰证券任投资银行部业务董事、董事副总经理、董事总经理、华南部副总经理、保荐代表人；曾于民生证券任投资银行部执行总经理、保荐代表人
吴小伟	总经理	毕业于西安电子科技大学，曾任职国营九一八厂、西安开元电力自动化公司
文俊	首席科学家	毕业于中国科学技术大学电子学与信息系统专业，超过 25 年射频微波行业经验，曾任职于佛山电子工业集团总公司无线电八厂声光电工程技术开发中心、佛山市勉志电子有限公司
桑孝	董事、副总经理、总工程师	毕业于西安电子科技大学测控技术与仪器专业
张天荣	董事、副总经理	毕业于沈阳航空航天大学电子工程系电子信息工程专业

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司技术实力行业领先，有望充分承接下游需求做大做强。得益于对研发投入的高度重视，宽普科技在射频微波放大器领域具有较为领先的行业地位及技术水平。曾承担国家特殊应用标准 GJB-7084《射频固态功率放大模块通用规范》的起草工作并经相关部门批准发布。国防信息化、智能化和联合作战体系建设的快速推进催生了大量的特殊应用射频微波产品需求。公司射频微波技术和产品在通信、雷达和敌我识别、电子对抗等领域具有广阔的应用空间，在不断强化的技术实力支撑下，公司进一步强化自身优势，充分承接下游放量需求，未来有望成为国内领先的特殊应用领域射频微波综合解决方案供应商。2019 年签订重组协议时，宽普科技承诺在 2019 年至 2021 年期间各年度实现的合并报表中归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润数分别不低于人民币 4,000 万元、5,000 万元、6,000 万元，最终均超额兑现承诺，其中 2021 年超额比例达 114.72%。

表7：宽普科技 2019-2021 年业绩承诺兑现情况

	扣非净利润不低于（万元）	实际完成情况（万元）	超额完成比例（%）
2019	4000	4354.32	8.86%
2020	5000	6440.59	28.81%
2021	6000	12883.00	114.72%

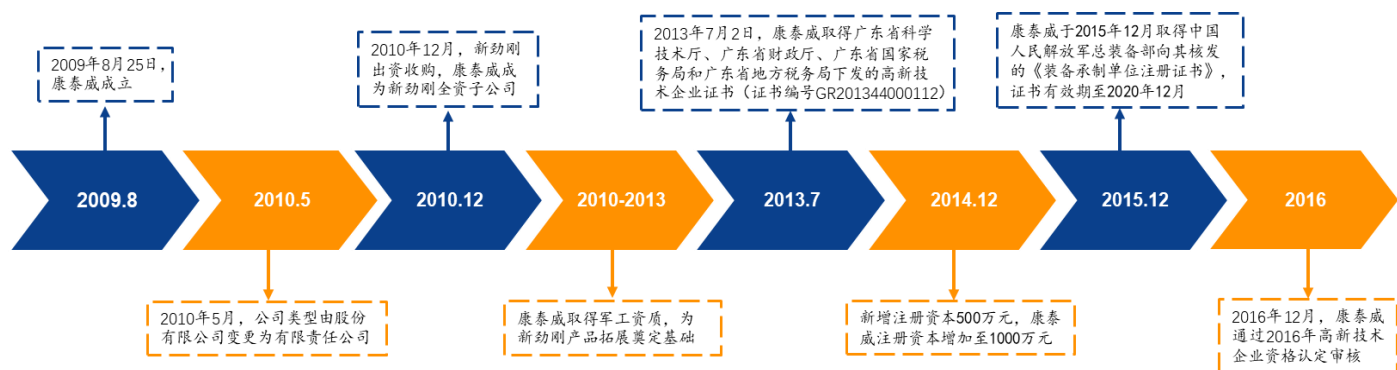
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 着力打造康泰威新材料平台，军工材料业务稳中有进

3.1. 优化产品结构，致力构筑新材料平台

康泰威是公司军工新材料业务平台。康泰威成立于 2009 年 8 月，2010 年被新劲刚收购 100% 股权，成为全资子公司。康泰威于 2010 年至 2013 年先后取得生产供应军用产品必须的多项资质，是目前国内为数不多的具有军品供应能力及资质的民营企业之一。依托康泰威作为军品新材料业务平台，公司可充分利用其在军品业务积累的资质、技术和客户资源，有利于进一步推广相关技术及产品在军工领域的应用。

图10. 康泰威发展沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

聚焦重点方向，着力孵化新材料平台。收购前，康泰威主要从事金属粉末、弹性体等新材料产品的研发、生产、销售和技术服务，主要产品是电磁功能材料，包括吸波材料和导静电材料。收购后，公司积极根据武器装备承制单位的配套需求研究开发新产品，2017 年开始调整自身定位和发展战略，集中精力抓重点突破，目前产品主要包括热喷涂材料、电磁波吸波材料、结构型吸波功能材料制品、防腐导静电材料、ZnS 光学材料等，其中：

(1) 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；

(2) 电磁波吸收材料：可有效吸收、衰减电磁波能量，同时具备轻质、宽频、高效、高强、高韧等特点，可有效提高武器装备及军事设施的突击及生存能力，目前电磁吸波材料已实现小批量产；

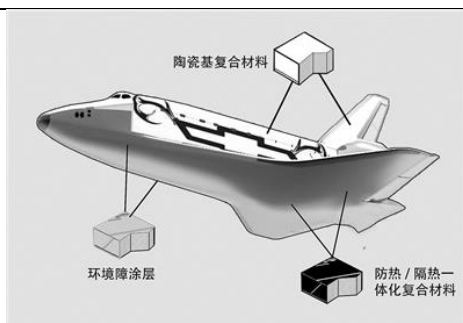
(3) 防腐导静电材料：集防腐与静电防护功能于一体，具有轻质、色浅和稳定的防护性能，可有效消除静电危害和防止静电积聚造成的电子元器件击穿、燃油起火或爆炸等危险，目前已实现小批量产；

(4) 热障涂层：是在金属工件表面喷涂的陶瓷质材料，使其具有良好的耐高温、隔热、抗氧化、防腐蚀和抗高速冲刷性能，主要应用于飞行器动力及转向部件。2020 年，康泰威在 X 型号飞行器上应用的热障涂层产品开始定型量产，实现了一定规模的营业收入。

(5) ZnS 光学材料及结构型吸波功能材料制品尚处于研发验证阶段。

通过近两年的聚焦发展，康泰威在热障喷涂材料、吸波复合材料等两个产品技术方面取得良好进展。2022 年公司从重点方向突破，一方面加大吸波复材产品的研发投入，新产品开发取得阶段性成果；另一方面加大力度管控生产过程，强化保障热喷涂材料产品的及时交付，为未来营收增长提供动力。

图11. 热障涂层在飞机上的应用



资料来源：《陶瓷热防护材料：高超声速飞行器的“铁布衫”》，安信证券研究中心

图12. 经过热喷涂的纳米结构氧化物陶瓷涂层的美国海军潜艇部件

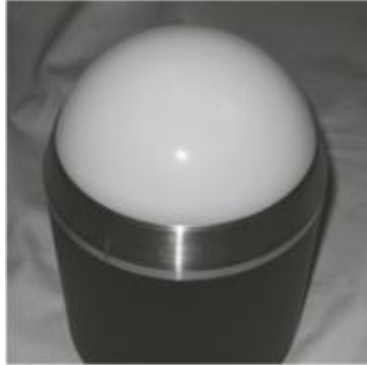


资料来源：《热喷涂纳米结构涂层的研究进展及在外军舰艇上的应用》，安信证券研究中心

积极丰富军品结构，夯实综合竞争实力。2018 年 2 月份，公司成立全资孙公司佛山市康泰威光电科技有限公司，通过受让中国科学院上海光学精密机械研究所热压烧结组合模具与透红外 ZnS 整流罩陶瓷的制造方法两项专利，启动真空热压制

备红外 ZnS 陶瓷产品相关的产业化研发工作，为公司扩大军品业务规模及提高军品供应能力奠定基础，为提升上市公司的综合竞争力和盈利能力创造有利条件。

图13. 整流罩组件实物图



资料来源：《中波红外导弹用高强纳米红外陶瓷整流罩特性研究》，安信证券研究中心

3.2. 技术积累雄厚，客户稳定性强

坚持自主研发，技术积淀深厚。康泰威自 2009 年成立以来，一直坚持军工产品的研发，以与武汉理工大学、北京科技大学等高校的专家和教授合作作为技术来源，逐步形成独立自主的技术研发团队和研发生产体系，具备军工产品自主材料研究创新、产品工程化生产能力，在吸波隐身功能材料、热障涂层功能材料等领域已取得较为深厚的技术积累。此外，公司注重产学研合作，现有研发团队与中山大学、中南大学、华南理工大学、北京科技大学等高校优秀团队在新材料领域有深入交流，通过加强与业内及高校专家团队合作，公司有望继续保持技术优势，进一步提升核心竞争力。

表8：康泰威作为授权人的相关专利

序号	专利类型	专利名称	专利权人	专利号	权利期限
1	发明专利	一种非离子型室温固化水性环氧固化剂及其制备方法	发行人、康泰威	ZL201210084788.X	20年（自2012年3月27日起算）
2	发明专利	一种非离子型活性环氧乳化剂及其水性环氧树脂的制备方法	发行人、康泰威	ZL201210085185.1	20年（自2012年3月27日起算）
3	发明专利	一种环保水型防腐防静电涂料及其制备方法	发行人、康泰威	ZL201210091725.7	20年（自2012年3月30日起算）
4	发明专利	一种含酚羟基的 α ， ω -端氨基聚酯化合物、制备方法、以及含该化合物的环氧树脂胶粘剂	康泰威	ZL201010186880.8	20年（自2010年5月28日起算）
5	发明专利	XXX的制备方法	康泰威	XXX	20年（自XXXX年X月X日起算）
6	发明专利	一种轻质防腐抗静电的涂料及其制备方法	康泰威	ZL201010285403.7	20年（自2010年9月17日起算）
7	实用新型	一种涂料砂磨过滤装置	发行人、康泰威	ZL201220460482.5	10年（自2012年9月11日起算）
8	实用新型	一种附着力测试夹具	发行人、康泰威	ZL201220460360.6	10年（自2012年9月11日起算）
9	实用新型	一种耐磨制动盘	发行人、康泰威	ZL201420725583.X	10年（自2014年11月28日起算）
10	实用新型	一种铝基复合材料衬板	发行人、康泰威	ZL201420725961.4	10年（自2014年11月28日起算）
11	实用新型	一种颗粒增强铝基复合材料取样装置	发行人、康泰威	ZL201420726027.4	10年（自2014年11月28日起算）
12	发明专利	一种爆炸喷涂碳化钨耐磨涂层的制备	发行人、康泰威	ZL201410469879.4	20年（自2014.09.15起算）
13	发明专利	一种原位自生颗粒增强的铝基复合材料及其制备方法	发行人、康泰威	ZL201410472154.0	20年（自2014.09.16起算）

14	实用新型专利	一种表面积沉积耐磨涂层的螺栓	发行人、康泰威	ZL201620342791.0	10年（自2016年4月22日起算）
15	实用新型专利	一种表面设有耐磨涂层的铝合金导筒	发行人、康泰威	ZL201620342789.3	10年（自2016年4月22日起算）
16	发明专利	一种铝基材表面的爆炸喷涂碳化钨涂层的制备方法	新劲刚、康泰威	ZL201410469752.2	20年（自2014年09月15日起算）
17	发明专利	一种无溶剂型防腐防静电涂料及其制备方法	新劲刚、康泰威	ZL 2016 1 0269866.1	20年（自2016年4月27日起算）
18	发明专利	一种用于爆炸喷涂的红外辐射金属陶瓷粉末及其制备方法	新劲刚、康泰威	ZL 2015 1 0996342.8	20年（自2015年12月28日起算）
19	发明专利	一种片型羰基铁粉微波吸收剂制备方法	新劲刚、康泰威	ZL 2016 1 0269870.8	20年（自2016年04月27日起算）
20	发明专利	一种用于热喷涂的红外辐射陶瓷粉末及其制备方法	新劲刚、康泰威	ZL 2015 1 0996309.5	20年（自2015年12月28日起算）

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

行业壁垒高，客户黏性强。康泰威从事特殊应用材料业务 10 余年，客户资源深厚，其军用产品客户均为军工单位，相关技术细节、技术指标、对应的下游产品均为保密信息，产品技术及生产工艺被竞争者模仿或替代的可能性较小。康泰威已制定并严格执行较为完善的保密制度及质量控制制度，有望进一步夯实壁垒，增强客户稳定性。

表9：康泰威军工业务相关资质证书

序号	资质证书	颁发单位	可销售的产品范围
1	《装备承制单位注册证书》	中国人民解放军总装备部	-
2	《三级保密资格单位证书》	国防武器装备科研生产单位保密资格审查认证委员会	-
3	《武器装备质量管理体系认证证书》	武器装备质量管理体系认证委员会	***
4	《武器装备科研生产许可证》	国家国防科技工业局	***

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

依托资源整合和优势互补，“军工材料+军工电子”业务体系有望充分发挥协同效应。宽普公司主要产品为电子元器件，康泰威公司则重点发展电磁材料、光学材料，康泰威在材料方面的技术优势与宽普公司在电子元器件方面的技术优势形成互补，在军工电子对抗、电磁对抗、光学对抗领域能够形成较好的协同效应。此外，现有客户体系不重叠但又相互补充，有利于公司充分整合军工市场渠道资源。通过协同技术研发及客户资源，公司有望充分发挥协同效应，进一步提升公司军工产品市场占有率。

4. 投资建议

我们预计公司 2022 年-2024 年的净利润分别为 1.4 亿、2 亿和 2.8 亿，对应 40、27、19X 估值，首次覆盖给予买入-A 的投资评级。

5. 风险提示

5.1. 军品供应竞争加剧：

随着国家加快军工产业发展的一系列政策的实施，未来更多社会资源进入该领域，市场竞争将更加充分。

5.2. 军品订单不及预期：

军品订单下达存在一定周期性且可能随下游需求出现波动。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3.2	3.6	5.0	9.1	12.9	成长性					
减:营业成本	1.8	1.5	2.2	4.2	6.1	营业收入增长率	60.6%	13.2%	40.0%	80.0%	42.5%
营业税费	-	-	-	-	0.1	营业利润增长率	-289.8%	110.7%	45.1%	49.3%	38.7%
销售费用	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	净利润增长率	-294.9%	93.1%	41.3%	49.4%	38.7%
管理费用	0.4	0.4	0.5	0.9	1.3	EBITDA 增长率	262.0%	81.8%	25.3%	46.5%	37.2%
研发费用	0.3	0.5	0.7	1.3	1.8	EBIT 增长率	463.5%	98.4%	27.7%	49.3%	38.7%
财务费用	0.2	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-431.8%	48.9%	39.7%	49.3%	38.7%
资产减值损失	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	投资资本增长率	-14.3%	-13.8%	18.3%	12.8%	7.3%
加:公允价值变动收益	-	-	0.1	-	-	净资产增长率	36.9%	21.9%	14.1%	13.4%	16.9%
投资和汇兑收益	0.1	-	-	-	-						
营业利润	0.5	1.1	1.6	2.4	3.3	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	42.2%	57.0%	56.5%	53.5%	53.2%
利润总额	0.5	1.1	1.6	2.4	3.3	营业利润率	16.6%	30.9%	32.0%	26.6%	25.8%
减:所得税	-	0.2	0.2	0.4	0.5	净利润率	15.8%	26.9%	27.2%	22.6%	22.0%
净利润	0.5	1.0	1.4	2.0	2.8	EBITDA/营业收入	23.6%	38.0%	34.0%	27.6%	26.6%
						EBIT/营业收入	20.0%	35.1%	32.0%	26.6%	25.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	95	57	39	19	11
(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	294	199	157	128	118
货币资金	2.2	4.0	5.1	5.7	7.3	流动资产周转天数	612	660	619	475	430
交易性金融资产	0.3	-	0.1	0.1	0.1	应收帐款周转天数	157	73	65	55	50
应收帐款	1.0	0.5	1.3	1.4	2.2	存货周转天数	163	154	137	133	136
应收票据	0.8	0.7	1.1	1.6	2.0	总资产周转天数	1,277	1,238	1,037	698	585
预付帐款	-	-	-	0.1	0.1	投资资本周转天数	932	708	511	327	252
存货	1.5	1.6	2.2	4.5	5.3						
其他流动资产	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.6%	8.8%	10.9%	14.4%	17.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	7.4%	8.6%	10.6%	12.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	7.4%	12.9%	20.9%	26.4%	32.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	销售费用率	4.2%	1.8%	3.6%	3.4%	3.0%
在建工程	-	0.1	0.1	0.1	0.1	管理费用率	12.3%	10.3%	10.5%	10.3%	9.9%
无形资产	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	研发费用率	10.3%	12.9%	13.3%	14.0%	14.2%
其他非流动资产	4.6	5.1	4.8	4.8	4.9	财务费用率	6.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	11.6	13.2	15.9	19.3	22.7	四费/营业收入	33.0%	26.0%	27.4%	27.7%	27.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	0.5	0.5	1.1	1.8	2.4	资产负债率	22.1%	16.5%	20.8%	26.3%	26.7%
应付票据	0.4	0.4	0.8	1.9	2.2	负债权益比	28.3%	19.8%	26.3%	35.7%	36.5%
其他流动负债	0.5	0.5	0.6	0.5	0.7	流动比率	4.44	4.72	4.12	3.28	3.25
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.38	3.65	3.22	2.21	2.25
其他非流动负债	1.2	0.7	0.8	0.9	0.8	利息保障倍数	3.29	38.40			
负债总额	2.6	2.2	3.3	5.1	6.1	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.07	0.08	0.10	0.20	0.24
股本	1.3	1.4	1.8	1.8	1.8	分红比率	26.2%	14.4%	13.5%	18.0%	15.3%
留存收益	7.4	9.6	10.7	12.4	14.8	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.7%	0.8%
股东权益	9.0	11.0	12.6	14.2	16.6						
						现金流量表					
						(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	0.5	1.0	1.4	2.0	2.8
						加:折旧和摊销	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
						资产减值准备	0.1	0.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	0.1	-	-
						财务费用	0.1	-	-	-	-
						投资收益	-0.1	-	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	0.5	0.4	-1.0	-1.1	-0.8
						经营活动产生现金流量	1.1	1.4	0.6	1.1	2.1
						投资活动产生现金流量	0.7	0.7	-0.2	-0.1	0.1
						融资活动产生现金流量	-0.2	-0.3	0.7	-0.4	-0.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.28	0.53	0.75	1.12	1.56
						BVPS(元)	4.95	6.04	6.89	7.81	9.13
						PE(X)	108.8	56.4	39.9	26.7	19.2
						PB(X)	6.1	5.0	4.4	3.8	3.3
						P/FCF	-295.7	50.6	83.9	52.2	26.8
						P/S	17.2	15.2	10.8	6.0	4.2
						EV/EBITDA	38.2	25.9	29.1	19.6	13.8
						CAGR(%)	59.7%	43.1%	-274.6%	59.7%	43.1%
						PEG	1.8	1.3	-0.1	0.4	0.4
						ROIC/WACC	0.7	1.2	2.0	2.5	3.1
						REP	5.3	4.3	3.2	2.2	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034