

钢研纳克 (300797)

2023 年中报点评：Q2 盈利能力回升，全国布局投产有望增厚公司业绩

◆ 事件

公司8月25日公告，2023H1实现营收（3.91亿元，+18.48%），归母净利润（0.43亿元，-8.17%），毛利率（45.80%，-1.42pcts），净利率（7.44%，-6.79pcts）。2023Q2实现营收（2.14亿元，同比+15.96%，环比+20.88%），归母净利润（0.33亿元，同比+3.74%，环比+237.51%），毛利率（48.17%，同比-0.46pcts，环比+5.25pcts），净利率（11.93%，同比-5.43pcts，环比+9.94pcts）。

◆ 背靠钢研集团，深耕金属材料检测

公司由原钢研院（钢研集团）出资设立，专业从事金属材料检测技术研究，是我国金属材料检测领域的先行者，是该领域业务门类最齐全、综合实力最强的测试研究机构之一。公司拥有三个国家级检测中心和三个国家级科技创新平台，产品和服务主要应用于钢铁、冶金、航空航天、核电、新材料等领域，在多个国家重大工程、重点项目中承担材料检测等攻坚任务，形成了以北京总部为基地，青岛、昆山、成都、沈阳等实验室辐射华北、华东、西南、东北区域的布局。

◆ 业绩稳中有升，二季度盈利能力有所回升

公司2023H1营业收入（3.91亿元，+18.48%）稳中有升，主要是公司技术领先，持续拓展应用领域所致，归母净利润（0.43亿元，-8.17%）有所下降，主要系支付0.06亿元股权激励费用所致，剔除此影响，归母净利润同比小幅增加3.31%。毛利率（45.80%，-1.42pcts）有所波动，而净利率（7.44%，-6.79pcts）降幅较大，主要系公司期间费用率（40.90%，+7.36pcts）增加较多。

单看2023Q2，公司实现营收2.14亿元（同比+15.96%，环比+20.88%），归母净利润0.33亿元（同比+3.74%，环比+237.51%），同比小幅增加，上半年整体业绩增速下降主要系一季度影响，二期盈利能力有所回升；毛利率

投资评级

买入

首次覆盖

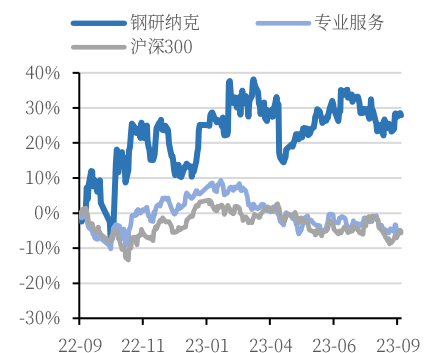
2023年09月05日

收盘价(元): 11.60

公司基本数据

总股本(百万股)	383.18
总市值(百万)	4,444.83
流通股本(百万股)	372.30
流通市值(百万)	4,318.68
12月最高/最低价(元)	19.31/11.08
资产负债率(%)	38.59
每股净资产(元)	3.89
市盈率(TTM)	40.40
市净率(PB)	2.98
净资产收益率(%)	4.34

股价走势图



作者

梁晨	分析师
SAC执业证书: S0640519080001	
联系电话: 010-59562536	
邮箱: liangc@avicsec.com	
张超	分析师
SAC执业证书: S0640519070001	
联系电话: 010-59219568	
邮箱: zhangchao@avicsec.com	
王绮文	研究助理
SAC执业证书: S0640121120018	
邮箱: wangqw@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

48.17% (同比-0.46pcts, 环比+5.25pcts), 净利率 11.93% (同比-5.43pcts, 环比+9.94pcts)。

相关研究报告

从 2023H1 各产品情况来看：

①**第三方检测服务**，受用户委托，为其产品提供物理检测、失效分析、化学成分分析、力学性能检测、无损检测、工程检测等检测服务，判断产品性能指标是否达到标准。实现收入 1.98 亿元 (+25.58%)，毛利率 43.60% (-2.60pcts)，同时业务占比 50.63% (+2.86pcts) 小幅增加；

②**检测分析仪器**，对各种物理量、物质成分、物性参数等指标进行测量分析，公司主要以材料测试表征类仪器为主，实现收入 1.01 亿元 (+28.29%)，毛利率 38.09% (-4.43pcts)，有所下降，业务占比 25.79% (+1.97pcts)；

③**标准物质/标准样品**，是分析测量行业中的标尺，在校准测量仪器和装置、评价测量分析方法、保障测试结果可靠、考核分析人员的操作技术水平，以及产品质量控制等领域具有重要作用。公司是国内冶金类标准物质/标准样品最大的研制和销售企业之一，实现收入 0.47 亿元 (+21.54%)，大幅增长，毛利率 47.63% (+2.05pcts)，业务占比 12.05% (+0.30pcts)；

④**腐蚀防护工程与产品**，此业务主要由子公司青岛纳克承接，在海洋工程、港口设施、船舶平台等领域应用广泛，实现收入 0.15 亿元 (-1.97%)，基本保持稳定，毛利率 45.97% (+8.26pcts)，增幅较大，业务占比 3.85% (-0.80pcts)；

⑤**能力验证服务**，用于评价实验室具有特定检测、校准和检验能力，此业务主要由子公司中实国金承担，实现收入 0.08 亿元 (+7.58%)，毛利率 42.96% (-7.63pcts)，降幅较大，业务占比 2.10% (-0.21pcts)；

从部分子公司情况来看：

①**成都纳克**，主要业务为第三方检测服务，随着募投项目成都检测实验室的投产，预计达产后每年增加 35000 批次样品检测能力，实现收入 0.26 亿元 (+13.18%)，净利润 0.12 亿元 (+16.02%)；

②**江苏纳克**，以金属材料分析测试和分析仪器生产销售为主营业务，实现收入 0.43 亿元 (+230.38%)，净利润-0.03 亿元 (+782.82%)，为负主要系募投江苏纳克分析检测、仪器生产项目尚未完全达产，预计达产后每年增加 50000 批次样品检测能力，以及年产 450 台以上仪器；

③**纳克微束**，主要承担电子显微镜（扫描电镜、透射电镜）、聚焦离子束、电子束曝光机、半导体电子束检测等产品制造，是公司于 2022 年 5 月

设立的合资企业，目前扫描电镜产品已有出货，实现收入 11.28 万元，净利润（-1960.83 万元）为负，主要系研发支出所致；

④沈阳纳克，是公司于 2022 年 12 月设立的合资企业，目前处于建设阶段。沈阳纳克的建立是公司立足航空航天材料检测领域，布局航空发动机产业链材料检测业务，旨在为航空航天等关键产业的材料制备和材料应用单位提供一站式综合技术服务。

◆ 费用率增长较快，研发维持高强度投入

费用端来看，公司 2023H1 三费费率（30.25%，+4.88pcts）增长较快，其中管理费用率（15.57%，+4.28pcts）增幅最大，主要系职工薪酬、股权激励分摊费用增加；销售费用率（14.45%，+1.23pcts）小幅增长；财务费用率（0.23%，-0.62pcts）小幅波动，主要系利息收入增加。

公司保持高强度研发投入，保持技术领先性和创新性，2023H1 研发费用（0.42 亿元，+54.40%）快速提升，研发费用率同比提升 2.48pcts 至 10.65%，主要是公司钢研微束研发投入的增加所致。2023H1 公司在研课题 109 项，完成制/修订标准 9 项，获得专利授权 24 项，软件著作权 3 项。

资产负债端来看，公司 2023H1 应收账款 2.10 亿元，较 2022 年增加 21.43%；存货 2.60 亿元，较 2022 年增加 25.77%，其中原材料 1.13 亿元，较 2022 年增加 18.87%，在产品、库存商品和发出商品总计为 1.16 亿元，较 2022 年增加 36.61%，公司积极备货，随着产品的完工、交付，将为业绩提供保障。

现金流量端来看，公司 2023H1 筹资活动产生的现金流量净额 0.08 亿元（-75.19%），主要系上年同期公司收到股权激励认缴款所致；同时公司经营活动产生的现金流量净额（-0.84 亿元，-135.82%）快速下降，主要是相关商品购买、劳务支付等现金流出大于流入；综合导致现金及现金等价物（-1.40 亿元）下降 74.08%。

◆ 股权激励指标全方位考核公司经营情况，激发员工积极性

公司 2021 年 12 月推出首期限限制性股票激励计划，以 2020 年业绩为基准，净利润复合增长率、加权平均净资产收益率、 Δ EVA 为指标，对公司成长能力、盈利能力和收益质量进行全面考核。除了与公司自身进行比较外，净利润复合增长率、加权平均净资产收益率还需与同行业平均水平或对标企业进行横向比较。

按照本激励计划行权目标，2023 年净利润复合增长率（以股权激励成本摊销前净利润为准）不低于 16.00%，同时加权平均净资产收益率不低于

11.50%以及 $\Delta EVA > 0$ 的情况下，还需满足与同行业或对标企业对比的指标要求，方可按照相应比例解锁归属于激励对象的股票。

按照公司 2023 年股权激励费用总计摊销 1245 万元推算，2023 年股权激励费用摊销后归母净利润需达到 1.08 亿元，结合 2023H1 归母净利润 0.43 亿元推算，2023 年下半年归母净利润最低需达到 0.65 亿元，占 2023 年度解锁条件中净利润比例为 60.14%。从公司 2022 年和 2021 年下半年归母净利润分别占全年业绩比例的 58.79%和 53.46%来看，下半年净利润指标的达成具有一定压力，但随着公司成都、江苏、沈阳等地实验室的逐步投产达产，将助力公司业绩提升。

◆ 金属材料检测应用广泛，市场空间较大

检测行业已经渗透到生产生活的各个环节，金属材料检测应用领域广泛，随着产业结构调整不断深入，传统产业逐渐完成转型升级，除了钢铁、冶金、有色、机械等战略性基础资源行业，航空航天、船舶、轨道交通等新兴行业的发展催生了新材料、新结构和新工艺的涌现，必然需要建立新材料标准体系、新材料测试评价及检测技术，为金属材料检测行业提供了新的发展契机，环境、食品、石化等其他产业的持续拓展还将进一步扩大行业需求。除此之外，航空母舰、大吨位驱逐舰、航天大吨位火箭、民航飞机、核电站等国家重大工程项目的发展也需要更高水平、更高效率的金属材料评价服务，检测行业总体市场规模不断扩大。

◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 公司在金属材料检测行业内拥有较高地位，形成了以检测技术为平台、各检测相关业务相辅相成协同发展的业务模式，可满足客户多种检测需求，在保持技术领先优势的同时，帮助客户节约成本，有利于与客户形成稳定合作关系，为业绩的稳定提供保障；
- 2) 随着公司在成都、江苏、沈阳等地实验室的逐步投产达产，将逐步延伸产品应用领域、扩大公司业务覆盖范围，提高检测服务水平与仪器生产能力，助力公司抢占市场；
- 3) 公司股权激励计划能够有效激发员工积极性，为业绩增长及公司整体经营情况给予支撑。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 10.03 亿元、12.47 亿元、15.80 亿元，归母净利润分别为 1.29 亿元、1.49 亿元 1.79 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.39 元、0.47 元，首次覆盖，给予“买入”评

级, 2023 年 9 月 5 日收盘价 11.60 元, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 34.12 倍、29.74 倍、24.68 倍。

◆ 风险提示

公司品牌受损风险、核心人员流失风险、产品技术创新能力下降风险等。

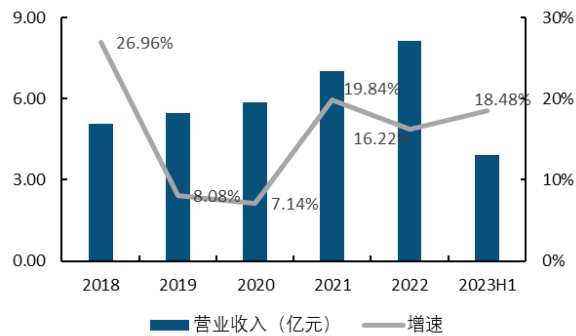
◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	815.42	1003.21	1247.49	1580.32
增长率	16.22%	23.03%	24.35%	26.68%
归属母公司股东净利润	113.84	128.96	148.66	179.00
增长率	35.22%	13.28%	15.27%	20.41%
每股收益(EPS) (元)	0.30	0.34	0.39	0.47

资料来源: iFind, 中航证券研究所

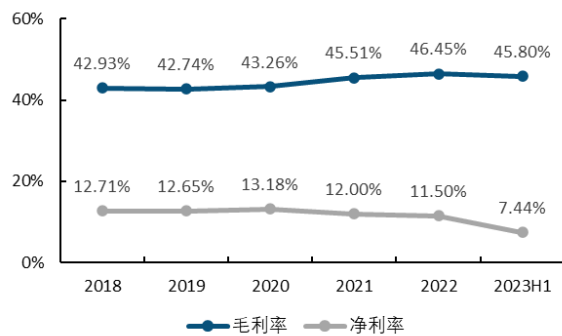
◆ 公司主要财务数据

图1 营业收入及增速（单位：亿元；%）



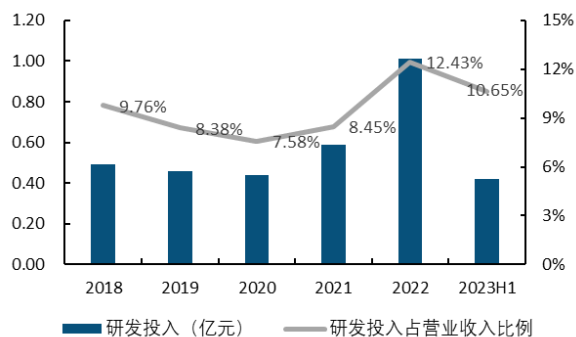
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 毛利率及净利率（%）



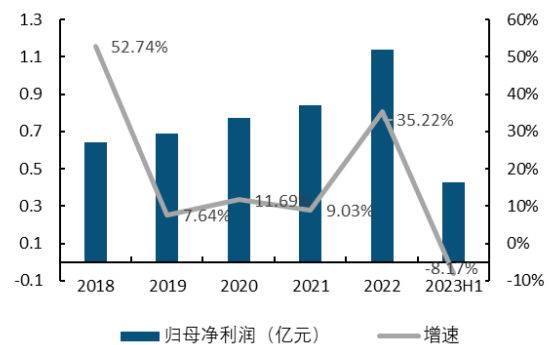
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 研发占营收比例（单位：亿元；%）



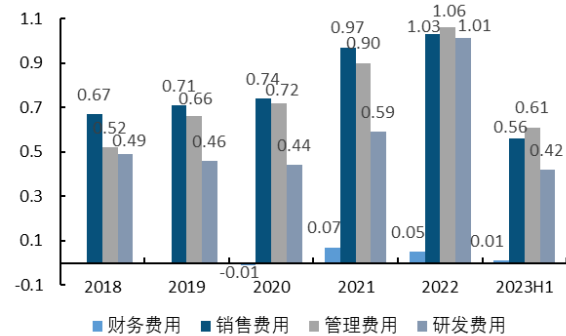
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）



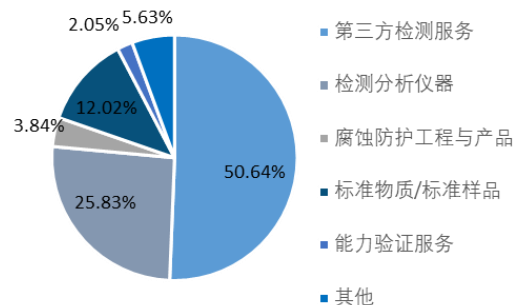
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 期间费用情况（单位：亿元）



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 公司 2023H1 产品结构（单位：亿元；%）



资料来源：wind，中航证券研究所

板块拆分预测（数据单位：百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
第三方检测服务	营业收入	385.63	492.65	632.17	826.05
	增长率	23.70%	27.75%	28.32%	30.67%
	毛利率	48.25%	47.73%	48.44%	49.13%
检测分析仪器	营业收入	236.96	289.66	358.46	451.26
	增长率	9.44%	22.24%	23.75%	25.89%
	毛利率	41.55%	39.63%	40.96%	41.59%
标准物质/标准样品	营业收入	78.73	97.64	122.66	155.74
	增长率	53.00%	24.03%	25.62%	26.97%
	毛利率	55.20%	49.65%	50.12%	51.19%
腐蚀防护工程与产品	营业收入	48.10	50.70	53.92	57.91
	增长率	-24.72%	5.42%	6.34%	7.40%
	毛利率	34.19%	46.62%	47.14%	47.89%
能力验证服务	营业收入	26.45	29.11	32.28	36.05
	增长率	4.71%	10.04%	10.91%	11.68%
	毛利率	71.40%	69.84%	70.18%	70.96%
其他	营业收入	39.55	43.45	48.00	53.30
	增长率	20.77%	9.86%	10.48%	11.04%
	毛利率	39.03%	73.76%	74.87%	75.64%

数据来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	815.42	1003.21	1247.49	1580.32	货币资金	383.02	483.27	549.31	625.05
营业成本	436.66	528.79	648.95	813.39	应收票据及账款	303.27	326.61	387.41	471.28
税金及附加	5.28	6.49	8.07	10.23	预付账款	24.03	40.07	49.97	63.78
销售费用	102.53	126.20	158.43	202.44	其他应收款	7.71	8.74	10.08	11.56
管理费用	106.26	133.23	173.65	223.77	存货	206.50	257.24	315.92	396.29
研发费用	101.34	127.31	162.67	211.13	其他流动资产	23.98	31.46	32.95	34.03
财务费用	5.36	2.59	1.75	0.96	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.01	0.00	0.00	0.00	固定资产	344.77	446.49	406.96	372.16
信用减值损失	-7.60	-0.50	-0.50	-0.47	在建工程	192.07	64.02	71.52	70.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	12.03	13.98	18.27	21.02
投资收益	-0.26	-0.05	-0.04	-0.03	长期待摊费用	59.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	111.19	115.53	116.45	117.17
资产处置收益	15.79	0.00	0.00	0.00	资产总计	1667.92	1787.41	1958.84	2182.36
其他收益	29.75	30.13	31.26	32.21	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	95.69	108.17	124.69	150.11	应付票据及账款	152.60	162.69	197.71	245.35
营业外收入	1.52	0.18	0.19	0.20	其他流动负债	334.17	386.30	457.36	552.30
营业外支出	2.07	0.58	0.64	0.72	流动负债合计	486.77	548.99	655.06	797.65
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	92.26	80.73	69.19	57.66
利润总额	95.14	107.77	124.24	149.59	其他非流动负债	114.98	112.38	111.47	110.26
所得税	1.33	1.51	1.74	2.09	非流动负债合计	207.24	193.11	180.66	167.92
净利润	93.81	106.27	122.50	147.49	负债合计	694.01	742.10	835.73	965.57
少数股东损益	-20.04	-22.70	-26.16	-31.50	股本	255.01	383.18	383.18	383.18
归属母公司股东净利润	113.84	128.96	148.66	179.00	资本公积	338.77	214.52	214.52	214.52
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	留存收益	350.17	440.36	544.32	669.49
经营性现金净流量	99.33	180.15	147.82	161.95	归属母公司权益	943.95	1038.05	1,142.01	1,267.19
投资性现金净流量	-184.22	-30.91	-23.80	-19.90	少数股东权益	29.96	7.27	-18.90	-50.40
筹资性现金净流量	64.25	-48.99	-57.99	-66.31	股东权益合计	973.91	1045.32	1123.11	1216.79
现金流量净额	-20.47	100.25	66.03	75.74	负债和股东权益合计	1667.92	1787.41	1958.84	2182.36

数据来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637