

## 西部超导

688122

审慎增持 (维持)

## 营收业绩持续增长，期间费用显著优化

2022年10月26日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-25
收盘价(元)	114.99
总股本(百万股)	464.05
流通股本(百万股)	464.05
总市值(百万元)	53,360.66
流通市值(百万元)	53,360.66
净资产(百万元)	5,763.54
总资产(百万元)	10,592.19
每股净资产(元/股)	12.42

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《西部超导 2022 年中报点评: 钛合金增速持续强劲, 超导产品实现爆发》2022-08-21

《西部超导 2021 年报及 2022 一季报点评: 高端钛合金产销两旺, 高温合金爆发式增长》2022-05-16

《西部超导: Q1 业绩超预期, 军机升级红利持续释放》2021-04-25

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

研究助理:

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2927	4287	5575	6905
同比增长	38.5%	46.5%	30.0%	23.9%
归母净利润(百万元)	741	1162	1539	1985
同比增长	100.0%	56.7%	32.5%	29.0%
毛利率	40.8%	42.3%	43.0%	44.0%
净利率	25.5%	27.2%	27.7%	28.9%
净资产收益率	13.8%	14.4%	17.2%	19.7%
每股收益(元)	1.60	2.50	3.32	4.28
每股经营现金流(元)	0.49	0.39	1.21	2.17

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 公司发布 2022 年三季报: 营收 32.67 亿元, 同比增长 56.25%; 归母净利润 8.58 亿元, 同比增长 59.57%; 扣非后归母净利润 7.90 亿元, 同比增长 57.89%; 基本每股收益 1.85 元/股, 同比增长 51.64%; 加权平均净资产收益率 15.36%, 同比减少 2.57pct。(业绩预告归母净利润 8.58 亿元左右, 同比增长 59.57%左右; 扣非归母净利润 7.90 亿元左右, 同比增长 57.89%左右)
- 三大主业增长态势良好, 营业、业绩持续增长。分季度看, 2022Q3, 公司实现营收 11.83 亿元, 同比增长 41.65%, 环比下降 1.17%; 归母净利润 3.06 亿元, 同比增长 36.27%, 环比下降 9.29%。
- 管理效能提升期间费用率显著降低, 持续加大研发投入。2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 40.51%, 同比减少 2.78pct; 净利率为 26.28%, 同比增加 0.55pct; 加权平均 ROE 为 15.36%, 同比减少 2.57pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 38.16%, 同比减少 6.35pct, 环比减少 4.48pct; 2022Q3 净利率为 25.88%, 同比减少 1.02pct, 环比减少 2.32pct; 2022Q3 净资产收益率为 5.46%, 同比减少 1.89pct, 环比减少 0.66pct。公司期间费用总额 3.32 亿元, 同比增长 16.04%, 期间费用占营收比重为 10.16%, 营收占比同比减少 3.52pct。
- 经营活动产生的现金流量净额同比减少, 应收项目合计增长。2022 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流净额-1.97 亿元, 同比减少 1.26 亿元; 投资活动产生的现金流量净额-16.84 亿元, 同比减少 17.74 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额 5.83 亿元, 同比增加 5.92 亿元。截至 2022 年三季度末, 公司应收项目合计 37.58 亿元, 较期初增长 38.44%, 同比增长 40.41%; 其中应收账款 20.28 亿元, 较期初增长 73.32%, 同比增长 43.23%; 应收账款周转率 2.04 次, 同比增加 0.03 次; 应收票据 17.30 亿元, 较期初增长 12.02%, 同比增长 37.24%。存货 20.19 亿元, 较期初增长 26.27%, 同比增长 35.96%; 存货周转率 1.07 次, 同比增加 0.17 次。
- 公司及子公司获得政府补助。公司及子公司自 2022 年 1 月 1 日至 10 月 20 日, 累计获得与收益相关的政府补助 7716.48 万元, 相较 2021 年同期获得政府补助金额增加。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 11.62/15.39/19.85 亿元, EPS 为 2.50/3.32/4.28 元/股, 对应 PE 为 45.9/34.7/26.9 倍 (2022.10.25), 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 海绵钛价格大幅波动; 主机厂扩产进度不及预期; 钛材项目投产不及预期。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

- 公司发布 2022 年三季报：营收 32.67 亿元，同比增长 56.25%；归母净利润 8.58 亿元，同比增长 59.57%；扣非后归母净利润 7.90 亿元，同比增长 57.89%；基本每股收益 1.85 元/股，同比增长 51.64%；加权平均净资产收益率 15.36%，同比减少 2.57pct。（业绩预告归母净利润 8.58 亿元左右，同比增长 59.57%左右；扣非归母净利润 7.90 亿元左右，同比增长 57.89%左右）

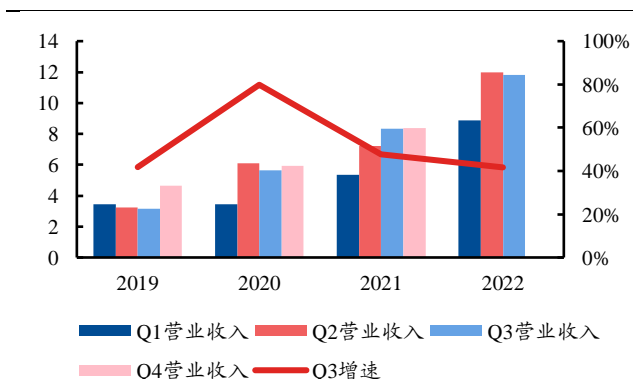
## 点评

### ● 三大主业增长态势良好，营业、业绩持续增长

2022 年前三季度，公司钛合金材料、超导产品、高温合金材料等主要产品所处行业持续呈良好增长态势，公司坚持以服务为本，聚焦客户需求，保障原料供应，统筹生产与销售，当期产销量较上年同期稳步提升，使得营业收入、归母净利润同比有较大增长。公司实现营收 32.67 亿元，同比增长 56.25%；归母净利润 8.58 亿元，同比增长 59.57%；扣非后归母净利润 7.90 亿元，同比增长 57.89%；基本每股收益 1.85 元/股，同比增长 51.64%。

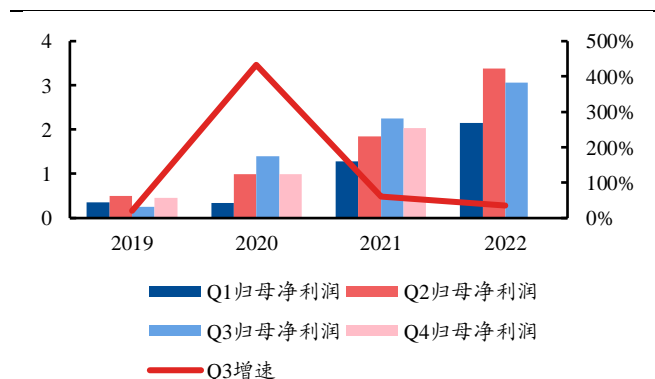
分季度看，2022Q3，公司实现营收 11.83 亿元，同比增长 41.65%，环比下降 1.17%；归母净利润 3.06 亿元，同比增长 36.27%，环比下降 9.29%。

图 1、2019-2022Q3 分季度营收（亿元）及 Q3 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：右轴为营业收入同比增速

图 2、2019-2022Q3 分季度归母净利润（亿元）及 Q3 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：右轴为归母净利润同比增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告期	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2019	Q1	31.79	3.45	23.86%	0.36	22.67%

	Q2	37.21	3.24	22.41%	0.50	31.50%
	Q3	35.81	3.14	21.73%	0.26	16.51%
	Q4	31.20	4.63	31.99%	0.46	29.31%
2020	Q1	28.45	3.43	16.21%	0.34	9.04%
	Q2	37.92	6.11	28.90%	0.99	26.72%
	Q3	39.91	5.65	26.75%	1.39	37.57%
	Q4	41.46	5.95	28.14%	0.99	26.67%
2021	Q1	41.26	5.33	18.21%	1.28	17.32%
	Q2	43.37	7.23	24.69%	1.85	24.94%
	Q3	44.51	8.35	28.52%	2.25	30.29%
	Q4	34.67	8.37	28.58%	2.04	27.45%
2022	Q1	40.76	8.87	-	2.15	-
	Q2	42.64	11.97	-	3.37	-
	Q3	38.16	11.83	-	3.06	-

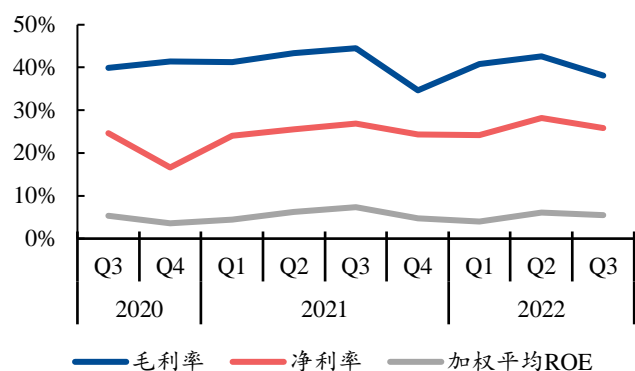
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● **管理效能提升期间费用率显著降低，持续加大研发投入**

2022 年前三季度，公司整体毛利率为 40.51%，同比减少 2.78pct；净利率为 26.28%，同比增加 0.55pct；加权平均 ROE 为 15.36%，同比减少 2.57pct。分季度看，2022Q3 毛利率为 38.16%，同比减少 6.35pct，环比减少 4.48pct；2022Q3 净利率为 25.88%，同比减少 1.02pct，环比减少 2.32pct；2022Q3 净资产收益率为 5.46%，同比减少 1.89pct，环比减少 0.66pct。

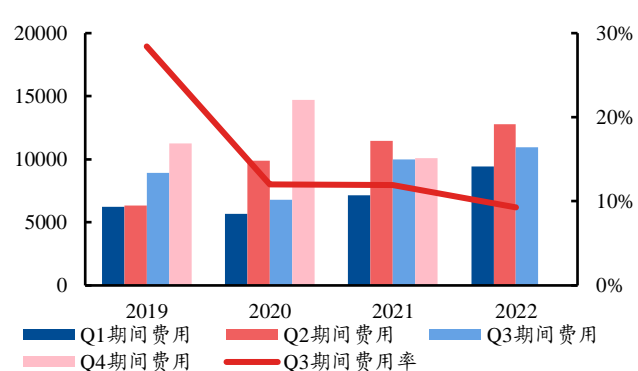
2022 年前三季度，公司期间费用总额 3.32 亿元，同比增长 16.04%，期间费用占营收比重为 10.16%，营收占比同比减少 3.52pct。其中，销售费用 1819.47 万元，同比增长 10.67%，占营业收入的 0.56%，营收占比同比减少 0.23pct；管理费用 1.23 亿元，同比减少 0.20%，占收入的 3.77%，营收占比同比减少 2.13pct；研发费用 1.73 亿元，同比增长 37.92%，占营业收入的 5.31%，营收占比同比减少 0.70pct；财务费用 1739.52 万元，同比减少 15.85%，占营业收入的 0.53%，营收占比同比减少 0.46pct。

图 3、2020Q3-2022Q3 年公司毛利率、净利率及加权 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019-2022Q3 期间费用（亿元）及 Q3 期间费用占比 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

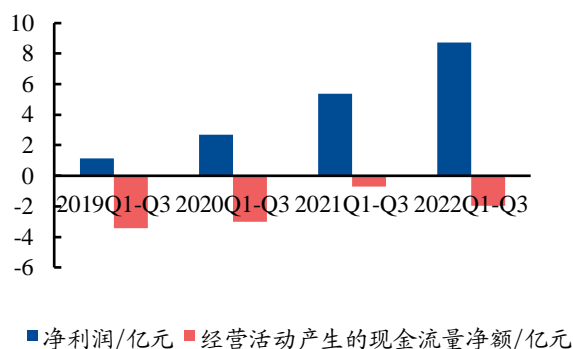
注：右轴为期间费用率

● 经营活动产生的现金流量净额同比减少，应收项目合计增长

2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额-1.97 亿元，同比减少 1.26 亿元，主要系公司经营规模扩大原料采购、人工支出、税费支出增加所致；投资活动产生的现金流量净额-16.84 亿元，同比减少 17.74 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 5.83 亿元，同比增加 5.92 亿元。

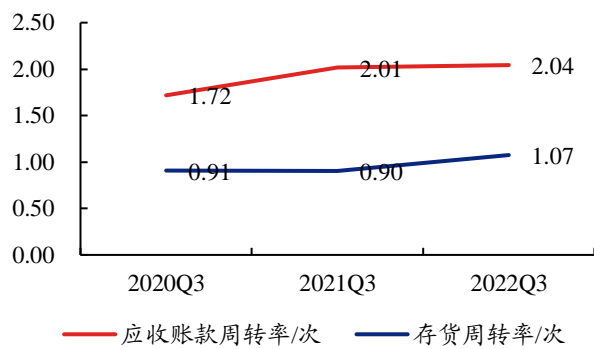
截至 2022 年三季度末，公司应收项目合计 37.58 亿元，较期初增长 38.44%，同比增长 40.41%；其中应收账款 20.28 亿元，较期初增长 73.32%，同比增长 43.23%；应收账款周转率 2.04 次，同比增加 0.03 次；应收票据 17.30 亿元，较期初增长 12.02%，同比增长 37.24%。存货 20.19 亿元，较期初增长 26.27%，同比增长 35.96%；存货周转率 1.07 次，同比增加 0.17 次。

图 5、2019-2022Q1-Q3 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2020Q3-2022Q3 应收账款周转率（次）及存货周转率（次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2022 年三季度末，公司合同负债 1.47 亿元，较 2022 年初减少 45.15%，同比减少 39.08%。

#### ● 公司及子公司获得政府补助

公司及子公司西安聚能高温合金材料科技有限公司、西安聚能超导磁体科技有限公司、西安聚能装备技术有限公司及西安九洲生物材料有限公司自 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 10 月 20 日，累计获得与收益相关的政府补助 7716.48 万元。相较于 2021 年公司及子公司 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 10 月 25 日，累计获得与收益相关的政府补助 3393.89 万元，公司及子公司 2022 年 1-10 月期间累积获得政府补助金额大幅增加。

#### ● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 11.62/15.39/19.85 亿元，EPS 为 2.50/3.32/4.28 元/股，对应 PE 为 45.9/34.7/26.9 倍（2022.10.25），维持“审慎增持”评级。

#### ● 风险提示

海绵钛价格大幅波动；主机厂扩产进度不及预期；钛材项目投产不及预期。

表 2、西部超导分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	835	837	887	1197	1183	41.6%	2091	3267	56.2%
营业成本	463	547	526	686	731	57.9%	1186	1943	63.9%
毛利	372	290	362	510	451	21.4%	905	1323	46.2%
销售费用	6	34	4	8	7	14.1%	16	18	10.7%
管理费用	48	3	47	36	39	-18.4%	123	123	-0.2%
财务费用	9	4	6	6	6	-33.0%	21	17	-15.9%
研发费用	37	60	38	78	57	56.8%	126	173	37.9%
资产减值	-2	-23	-6	-13	4	-	-16	-14	-
公允价值	1	0	1	7	8	1368.1%	5	16	206.5%
投资收益	2	3	2	1	4	73.9%	10	6	-37.8%
营业利润	258	235	251	390	359	39.1%	617	1000	62.2%
利润总额	258	235	251	391	359	39.1%	616	1001	62.4%
归母净利润	225	204	215	337	306	36.3%	538	858	59.6%
EPS	0.484	0.439	0.463	0.727	0.659	36.3%	1.159	1.850	59.6%
销售费用率	0.7%	4.1%	0.4%	0.6%	0.6%	-0.1%	0.8%	0.6%	-0.2%
管理费用率	5.8%	0.3%	5.3%	3.0%	3.3%	-2.5%	5.9%	3.8%	-2.1%
财务费用率	1.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	-0.6%	1.0%	0.5%	-0.5%
研发费用率	4.4%	7.2%	4.2%	6.5%	4.8%	0.5%	6.0%	5.3%	-0.7%
所得税率	12.2%	12.4%	15.4%	11.6%	12.3%	0.1%	12.5%	12.8%	0.3%
毛利率	44.5%	34.7%	40.8%	42.6%	38.2%	-6.4%	43.3%	40.5%	-2.8%
净利率	26.9%	24.3%	24.2%	28.2%	25.9%	-1.0%	25.7%	26.3%	0.5%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7096	10272	11804	13480
货币资金	2597	4335	4361	4574
交易性金融资产	100	172	148	156
应收票据及应收账款	2715	3585	4498	5432
预付款项	29	33	46	55
存货	1599	2090	2689	3198
其他	57	56	62	66
<b>非流动资产</b>	1662	1552	1450	1341
长期股权投资	149	132	138	136
固定资产	1038	1025	967	887
在建工程	159	79	40	20
无形资产	171	161	155	147
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-1	-2
其他	146	154	151	152
<b>资产总计</b>	8758	11824	13254	14821
<b>流动负债</b>	2581	2882	3346	3727
短期借款	1001	1012	1008	1010
应付票据及应付账款	1061	1419	1863	2250
其他	519	451	474	467
<b>非流动负债</b>	734	791	856	919
长期借款	428	491	554	617
其他	306	300	302	302
<b>负债合计</b>	3315	3673	4202	4646
股本	464	487	487	487
资本公积	3718	5676	5676	5676
未分配利润	965	1569	2309	3220
少数股东权益	83	89	97	110
<b>股东权益合计</b>	5443	8151	9052	10175
<b>负债及权益合计</b>	8758	11824	13254	14821

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	741	1162	1539	1985
折旧和摊销	109	108	113	116
资产减值准备	39	57	49	53
资产处置损失	-3	-1	0	0
公允价值变动损失	-5	-6	-6	-6
财务费用	28	0	-18	-15
投资损失	-14	-12	-12	-12
少数股东损益	4	6	8	13
营运资金的变动	-667	-1088	-1126	-1122
<b>经营活动产生现金流量</b>	227	179	562	1006
<b>投资活动产生现金流量</b>	-98	-42	28	4
<b>融资活动产生现金流量</b>	1958	1601	-564	-797
现金净变动	2085	1738	26	213
现金的期初余额	357	2597	4335	4361
现金的期末余额	2442	4335	4361	4574

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2927	4287	5575	6905
营业成本	1732	2473	3177	3865
税金及附加	29	47	61	76
销售费用	51	77	100	117
管理费用	126	180	251	304
研发费用	186	257	307	345
财务费用	24	0	-18	-15
其他收益	92	92	92	92
投资收益	14	12	12	12
公允价值变动收益	5	6	6	6
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-39	-30	-40	-40
资产处置收益	3	1	0	0
<b>营业利润</b>	852	1333	1767	2282
营业外收入	0	2	2	2
营业外支出	1	0	1	1
<b>利润总额</b>	852	1335	1768	2283
所得税	106	167	221	285
净利润	745	1168	1547	1998
少数股东损益	4	6	8	13
<b>归属母公司净利润</b>	741	1162	1539	1985
<b>EPS(元)</b>	1.60	2.50	3.32	4.28

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	38.5%	46.5%	30.0%	23.9%
营业利润增长率	104.6%	56.4%	32.6%	29.1%
归母净利润增长率	100.0%	56.7%	32.5%	29.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	40.8%	42.3%	43.0%	44.0%
净利率	25.5%	27.2%	27.7%	28.9%
ROE	13.8%	14.4%	17.2%	19.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.8%	31.1%	31.7%	31.3%
流动比率	2.75	3.56	3.53	3.62
速动比率	2.13	2.84	2.72	2.76
<b>营运能力</b>				
资产周转率	40.9%	41.7%	44.5%	49.2%
应收账款周转率	307.2%	316.1%	323.0%	316.2%
存货周转率	118.7%	126.2%	124.9%	123.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.60	2.50	3.32	4.28
每股经营现金	0.49	0.39	1.21	2.17
每股净资产	11.55	17.37	19.30	21.69
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	72.0	45.9	34.7	26.9
PB	10.0	6.6	6.0	5.3

### 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn