

军品采购需求放缓，钛材销售下滑业绩承压

➤ **事件：公司发布 2023 年三季报。**2023 年前三季度，公司实现营业收入 30.88 亿元，同比减少 5.47%，归母净利润 5.83 亿元，同比减少 32.13%，扣非归母净利润 5.12 亿元，同比减少 35.12%。单季度来看，2023Q3，公司实现营业收入 9.76 亿元，环比减少 17.94%，同比减少 17.45%；实现归母净利润 1.61 亿元，环比减少 24.13%，同比减少 47.24%；实现扣非归母净利润 1.40 亿元，环比减少 21.71%，同比减少 49.77%。公司 23Q3 经营层面环比呈现下滑趋势，主要原因或为整体军工行业采购需求放缓，公司军品钛材销售显著下降。

➤ 点评：军品采购需求放缓，钛材销售下滑业绩承压

➤ **价：**2023 年前三季度，公司毛利率为 33.30%，同比下降 7.31pct；2023Q3，公司毛利率为 35.17%，环比提升 6.13pct，同比下降 2.99pct。看金属价格，2023Q3，海绵钛均价为 54849 元/吨，环比下降 21.80%，同比下降 31.73%；钛板均价为 93 元/公斤，环比下降 11.90%，同比下降 24.94%；镍期货结算价均价为 16.54 万元/吨，环比下降 3.76%，同比下降 4.96%。

➤ **环比来看**，主要增利项：营业外收支（+74 万元）、所得税（+1091 万元）；主要减利项：毛利（-210 万元）、税金及费用（-966 万元）、其他/投资收益等（-469 万元）、公允价值变动（-190 万元）、减值损失等（-3643 万元）、少数股东损益（-825 万元）。

➤ **同比来看**，主要增利项：所得税（+2367 万元）；主要减利项：毛利（-1.08 亿元）、税金及费用（-3127 万元）、其他/投资收益等（-485 万元）、公允价值变动（-49 万元）、减值损失等（-1477 万元）、营业外收支（-140 万元）、少数股东损益（-749 万元）。

➤ **核心看点：1) 超导产品放量。**超导产品市场开拓顺利，公司持续开发超导材料和磁体技术在半导体、光伏、医疗及电力领域的应用，其中 MRI 用超导线 22 年产销量再创新高，随着公司超导产品产能提升，超导产品业绩贡献可期。

2) 定增项目加码高温合金+钛合金材料，成长性再上台阶。定增募投的航空航天用高性能金属材料产业化项目新增钛合金材料 5050 吨，高温合金 1500 吨的生产能力，定增项目 2024 年投产后，钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面，随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产，定增募投的 1500 吨在 2024 年投产，公司高温合金产能将达到 6000 吨，届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队，未来将充分受益下游军工等领域的快速发展。

➤ **投资建议：**受益于航天航空等下游领域发展，公司产品需求空间广阔，随着高端产品项目投产，公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.11/9.27/12.11 亿元，对应 10 月 30 日收盘价，2023-2025 年 PE 依次为 43/33/25 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目不及预期风险，原材料价格波动风险，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4227	4049	4942	6026
增长率（%）	44.4	-4.2	22.1	21.9
归属母公司股东净利润（百万元）	1080	711	927	1211
增长率（%）	45.7	-34.2	30.3	30.7
每股收益（元）	1.66	1.09	1.43	1.86
PE	28	43	33	25
PB	5.1	4.9	4.4	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
46.82 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 西部超导 (688122.SH) 2022 年年报点评：超导产品销量翻倍，高温合金+钛合金项目稳步推进-2023/03/29

2. 西部超导 (688122.SH) 2022 年业绩快报点评：Q4 钛行业景气度下滑拖累业绩，高温合金+钛合金项目稳步推进-2023/02/28

3. 西部超导 (688122.SH) 2022 年三季报点评：钛价环比下滑拖累 Q3 业绩，高温合金+钛合金项目稳步推进-2022/10/24

4. 西部超导 (688122.SH) 2022 年半年报点评：半年业绩创历史新高，定增加码高端产品产能-2022/08/21

5. 西部超导 (688122.SH) 2021 年报及 2022 年一季报点评：高端产品有望持续放量，定增加码钛合金+高温合金产能-2022/04/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4227	4049	4942	6026
营业成本	2559	2684	3265	3979
营业税金及附加	29	24	30	36
销售费用	44	28	35	36
管理费用	165	162	198	211
研发费用	254	283	321	331
EBIT	1245	923	1173	1510
财务费用	32	73	88	89
资产减值损失	-15	-21	0	0
投资收益	-4	12	12	12
营业利润	1238	842	1097	1434
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1238	842	1097	1434
所得税	142	101	132	172
净利润	1095	741	965	1262
归属于母公司净利润	1080	711	927	1211
EBITDA	1369	1064	1342	1696

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2112	1854	1836	2307
应收账款及票据	3441	3636	4062	4292
预付款项	34	67	82	84
存货	2380	2921	3041	3270
其他流动资产	1198	1222	1222	1222
流动资产合计	9166	9700	10243	11175
长期股权投资	154	166	178	190
固定资产	1154	1438	1411	1398
无形资产	179	179	177	174
非流动资产合计	2140	2349	2333	2329
资产合计	11306	12049	12575	13504
短期借款	982	982	982	982
应付账款及票据	1737	1765	1789	1853
其他流动负债	687	530	373	373
流动负债合计	3406	3277	3144	3209
长期借款	1160	1737	1737	1737
其他长期负债	378	390	390	390
非流动负债合计	1539	2127	2127	2127
负债合计	4945	5404	5270	5335
股本	464	650	650	650
少数股东权益	365	394	433	483
股东权益合计	6361	6645	7305	8168
负债和股东权益合计	11306	12049	12575	13504

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	44.41	-4.23	22.07	21.92
EBIT 增长率	45.57	-25.87	27.09	28.74
净利润增长率	45.65	-34.16	30.33	30.68
盈利能力 (%)				
毛利率	39.45	33.70	33.94	33.96
净利润率	25.55	17.56	18.75	20.10
总资产收益率 ROA	9.55	5.90	7.37	8.97
净资产收益率 ROE	18.01	11.38	13.49	15.76
偿债能力				
流动比率	2.69	2.96	3.26	3.48
速动比率	1.98	2.03	2.25	2.42
现金比率	0.62	0.57	0.58	0.72
资产负债率 (%)	43.73	44.85	41.91	39.51
经营效率				
应收账款周转天数	112.94	220.00	190.00	160.00
存货周转天数	339.42	400.00	340.00	300.00
总资产周转率	0.42	0.35	0.40	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	1.66	1.09	1.43	1.86
每股净资产	9.23	9.62	10.58	11.83
每股经营现金流	0.46	0.22	1.09	1.77
每股股利	1.00	0.47	0.61	0.80
估值分析				
PE	28	43	33	25
PB	5.1	4.9	4.4	4.0
EV/EBITDA	23.55	30.32	24.02	19.02
股息收益率 (%)	2.14	1.00	1.31	1.71
现金流量表 (百万元)				
净利润	1095	741	965	1262
折旧和摊销	124	140	169	185
营运资金变动	-989	-858	-524	-397
经营活动现金流	298	145	709	1149
资本开支	-661	-424	-140	-169
投资	-1080	0	0	0
投资活动现金流	-1710	-328	-140	-169
股权募资	241	0	0	0
债务募资	1028	469	-170	0
筹资活动现金流	743	-75	-587	-509
现金净流量	-663	-258	-18	471

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026