

# 西部超导 (688122)

证券研究报告  
2024 年 01 月 25 日

## 公司核心成员大额增持显信心，第二第三成长曲线或进入全面放量新阶段

**事件：**根据 2024 年 1 月 15 日披露，公司董事周通过二级市场买卖方式增持股份 1 万股，成交均价为 40.496 元，此次增持后持股数为 6.36 万股。据统计，公司自 2023 年 10 月 9 日以来，核心技术人员以及公司高管合计增持 17.30 万股，供给成交金额 796 万。**我们认为，公司董事成员、核心技术人员以及高管大额增持彰显对公司保持长期发展的信心，随着公司多项业务进入发展阶段，公司未来成长可期。**

### ● 产品结构调整&产能爬坡致业绩承压，新产品或将进入全面放量新阶段

2023 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 30.88 亿元，同比-5.47%；实现归母净利润 5.83 亿元，同比-32.13%。我们认为，主要系公司钛合金产品结构调整，以及部分新产品处于产能爬坡期所致。**我们认为，未来随产品结构切换落地，产能逐步爬坡、释放，钛合金板块有望实现稳中求进发展，超导产品及高温合金产品板块或将进入全面放量新阶段，公司营业收入及归母净利润有望重回中高速增长阶段。**

### ● 研发投入持续加码驱动长期成长，业务结构变革期盈利能力阶段性承压

前三季度期间费用率达 11.97%，同比+1.81pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.58%/3.64%/6.74%/1.00%，同比分别+0.03/-0.12/+1.44/+0.47pct。研发费用率大幅增加主要系公司紧盯关键材料需求和新技术开展自主研发，按计划推进研发活动所致。**我们认为，公司长期持续的在研发方面保持高水平投入，奠定了公司保持技术领先性的基础。高效的研产结合体系以及前瞻性视角，助推公司产品 pipeline 不断丰富，为公司打造源源不断的新业绩增长点。**

前三季度实现毛利率 33.20%，同比-7.31pct；实现净利润率 19.75%，同比-6.98pct。单三季度实现毛利率 35.17%，同比-2.99pct；实现净利润率 18.23%，同比-8.41pct。主要系公司产品结构调整，当期销售产品毛利率降低所致。2019 年公司募投项目发动机用高温合金材料及粉末盘项目和 2021 年定向增发的高性能超导线材产业化项目已基本建成投产，目前正处于产能爬坡阶段。**我们认为，随募投项目产能逐步释放，未来公司高温合金和超导产品的毛利率和产量都有可观的提升潜力。长期看公司高端钛合金产品需求仍有增长空间，伴随下游排产计划等因素确认，钛合金产品或实现稳中有进的发展。目前公司处于单一增长曲线向多增长曲线转变的变革期，随着钛合金板块应用进一步拓展，超导产品和高温合金两个产品板块步入全面放量新阶段，公司整体毛利率有望企稳回升。**

### ● 固定资产+在建工程建设或持续增长，先进产线有望为研产能力注新能

截止 2023 年三季度，固定资产+在建工程达 16.09 亿元，同比+25.47%，较 23H1 增长 5.85%；固定资产达 13.70 亿元，同比+20.07%，较 23H1 下降 0.29%；在建工程达 2.40 亿元，同比+68.79%，较 23H1 增长 63.21%。公司募投项目包括航空航天用高性能金属材料产业化项目、超导创新研究院项目、超导产业创新中心预计都将于 2024 年年底投产，截至 2023 年上半年，三个项目投入进度分别为 29.47%、2.92%、1.26%，我们预计 2024 年公司在资产端的研产能力建设投入仍会持续增长。**我们认为，新建产能具备更高的专业化、智能化能力，为具备研产一体能力的公司注入新能，或将帮助公司突破材料产能瓶颈问题，在新型号的高性能材料研产过程中有望巩固公司核心技术优势。**

### ● 三大核心业务市场拓展表现出色，研发管线丰富为后续成长蓄能

2023 年上半年公司在技术研发和市场拓展上表现出色，其中：  
**钛合金方面：**高端钛材在航空发动机、兵器、舰船等领域的应用得到了进一步拓展、相关方向的产销量创历史新高。公司突破了某中强钛合金超大规格锻坯工程化制备和过程稳定性控制关键技术；**某新型高温钛合金系列产品试制成功；200 公斤级大单重盘圆紧固件涂层钛合金丝材试制成功，产品性能满足技术要求。**

**超导产品方面：**在能源领域——公司与多家国内太阳能拉晶炉制造企业建立了合作关系并为光伏产业单晶硅磁控直拉制备技术升级提供关键超导线材，为国内核聚变 CRAFT 项目保持批量稳定供货；**在医疗领域——MRI 用超导导线产销量继续创新高，新型无液氮/少液氮 MRI 磁体用超导线材实现批量供货，国内外市场份额持续扩大；**在动力领域，公司继续与应用单位合作研发全尺寸高速磁悬浮用超导磁体，实现了批量化制造；在科研领域——超导量子计算机用 NbTi 超导同轴电缆制备技术获得新突破，并实现市场供货。

**高温合金方面：**公司成功试制出多批次大小规格棒材，综合性能匹配良好，下游应用研究评价进展顺利。通过多个发动机型号工艺和质量评审，**同时新承担了多个新型发动机材料的研制任务；**紧固件 GH2123/GH4169 小规格棒材陆续通过了相关应用研究评价，产品工艺稳定性良好。

**盈利预测与评级：**综上所述，我们认为公司目前处于多增长曲线进入全面增长阶段变革期，将有望充分受益于三大核心业务板块景气度上行。公司产能建设稳健，产品管线丰富，产研体系先进，激励制度优良，有望打造出坚固而持久的护城河。由于产品结构调整及产能爬坡对交付节奏的影响，我们对基数进行调整，将公司 2023-25 年营业收入从 57.07/74.84/95.23 亿元下调为 39.81/61.86/78.75 亿元，归母净利润从 13.51/17.51/23.46 亿元下调为归母净利润为 7.25/11.09/14.22 亿元，对应 PE 为 34.26/22.40/17.46x，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场集中度高及需求波动的风险；市场竞争下降风险；原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,927.22	4,227.18	3,980.54	6,185.84	7,875.01
增长率(%)	38.54	44.41	(5.83)	55.40	27.31
EBITDA(百万元)	1,156.48	1,592.55	1,108.60	1,553.28	1,887.85
归属母公司净利润(百万元)	741.48	1,079.99	724.67	1,108.70	1,422.20
增长率(%)	99.98	45.65	(32.90)	52.99	28.28
EPS(元/股)	1.14	1.66	1.12	1.71	2.19
市盈率(P/E)	33.49	22.99	34.26	22.40	17.46
市净率(P/B)	4.63	4.14	3.60	3.10	2.63
市销率(P/S)	8.48	5.87	6.24	4.01	3.15
EV/EBITDA	37.81	27.02	21.74	15.64	13.44

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	38.22 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	649.66
流通 A 股股本(百万股)	649.66
A 股总市值(百万元)	24,830.18
流通 A 股市值(百万元)	24,830.18
每股净资产(元)	9.47
资产负债率(%)	43.68
一年内最高/最低(元)	99.99/36.81

## 作者

王泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523070002  
wangzeyu@tfzq.com

刘奕町 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050001  
liuyiting@tfzq.com

杨英杰 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523090001  
yangyingjie@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《西部超导-季报点评:结构调整下 23Q1 业绩有所波动，产能扩张+第二成长曲线放量公司拐点或将到来》 2023-05-12
- 《西部超导-年报点评报告:归母净利润同比+45.65%维持高增长态势，主要产品产销量持续增长未来可期》 2023-03-30
- 《西部超导-公司点评:归母净利润同比+46.05%维持高增长态势，钛合金重要产品结构变化持续演绎》 2023-03-07

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,596.75	2,111.95	1,799.72	1,654.42	1,575.00
应收票据及应收账款	2,714.52	3,441.47	2,750.48	5,840.97	5,096.55
预付账款	28.52	34.24	26.51	63.91	47.12
存货	1,598.65	2,380.12	3,376.35	3,085.03	4,908.85
其他	157.20	1,198.31	1,351.14	1,422.91	1,454.19
<b>流动资产合计</b>	<b>7,095.64</b>	<b>9,166.09</b>	<b>9,304.20</b>	<b>12,067.24</b>	<b>13,081.72</b>
长期股权投资	148.94	153.68	153.68	153.68	153.68
固定资产	1,037.75	1,154.08	1,366.07	1,466.38	1,506.75
在建工程	158.51	220.97	240.58	200.75	173.25
无形资产	188.76	179.37	165.48	151.58	137.68
其他	128.35	431.67	454.49	418.49	485.49
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,662.32</b>	<b>2,139.78</b>	<b>2,380.29</b>	<b>2,390.87</b>	<b>2,456.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,757.95</b>	<b>11,305.86</b>	<b>11,684.49</b>	<b>14,458.11</b>	<b>15,538.57</b>
短期借款	1,001.19	981.89	700.00	700.00	1,481.17
应付票据及应付账款	1,060.54	1,736.69	1,126.40	2,592.38	1,404.56
其他	251.26	503.74	521.18	666.49	545.84
<b>流动负债合计</b>	<b>2,312.99</b>	<b>3,222.32</b>	<b>2,347.58</b>	<b>3,958.87</b>	<b>3,431.56</b>
长期借款	427.50	1,160.28	1,700.00	1,750.00	1,960.68
应付债券	18.16	18.16	18.16	18.16	18.16
其他	288.21	360.29	341.00	326.69	279.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>733.87</b>	<b>1,538.73</b>	<b>2,059.16</b>	<b>2,094.85</b>	<b>2,257.84</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,314.52</b>	<b>4,944.59</b>	<b>4,406.74</b>	<b>6,053.72</b>	<b>5,689.41</b>
少数股东权益	82.60	364.74	375.78	392.66	414.32
股本	464.05	464.05	649.66	649.66	649.66
资本公积	3,717.91	3,731.12	3,731.12	3,731.12	3,731.12
留存收益	1,173.29	1,789.24	2,513.91	3,622.61	5,044.81
其他	5.58	12.13	7.29	8.33	9.25
<b>股东权益合计</b>	<b>5,443.43</b>	<b>6,361.28</b>	<b>7,277.76</b>	<b>8,404.39</b>	<b>9,849.16</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,757.95</b>	<b>11,305.86</b>	<b>11,684.49</b>	<b>14,458.11</b>	<b>15,538.57</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	745.20	1,095.45	724.67	1,108.70	1,422.20
折旧摊销	109.20	124.01	162.30	187.42	209.03
财务费用	27.85	53.57	55.05	62.15	32.10
投资损失	(13.71)	4.47	(30.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(569.11)	(1,188.00)	(898.50)	(1,211.41)	(2,571.19)
其它	(72.27)	208.87	103.14	80.82	60.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>227.17</b>	<b>298.37</b>	<b>116.67</b>	<b>207.68</b>	<b>(867.58)</b>
资本支出	328.87	225.85	399.29	248.31	255.69
长期投资	50.36	4.74	0.00	0.00	0.00
其他	(477.36)	(1,940.80)	(933.51)	(590.19)	(520.93)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(98.13)</b>	<b>(1,710.21)</b>	<b>(534.22)</b>	<b>(341.88)</b>	<b>(265.24)</b>
债权融资	44.06	921.96	(75.45)	(12.15)	1,052.49
股权融资	1,523.17	(444.28)	180.77	1.05	0.92
其他	390.97	265.21	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,958.20</b>	<b>742.88</b>	<b>105.31</b>	<b>(11.10)</b>	<b>1,053.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,087.24</b>	<b>(668.96)</b>	<b>(312.23)</b>	<b>(145.30)</b>	<b>(79.41)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,927.22</b>	<b>4,227.18</b>	<b>3,980.54</b>	<b>6,185.84</b>	<b>7,875.01</b>
营业成本	1,732.17	2,559.47	2,726.75	4,183.63	5,329.26
营业税金及附加	28.76	28.92	25.87	40.21	51.19
销售费用	50.68	43.53	42.59	61.86	63.00
管理费用	125.92	165.21	141.31	228.88	277.99
研发费用	185.92	254.29	240.82	405.17	543.38
财务费用	24.22	31.74	55.05	62.15	32.10
资产/信用减值损失	(40.96)	(34.89)	(46.00)	(24.08)	(12.10)
公允价值变动收益	5.06	28.66	92.11	63.94	38.62
投资净收益	13.71	(4.47)	30.00	20.00	20.00
其他	(50.47)	(82.80)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>852.20</b>	<b>1,237.52</b>	<b>824.25</b>	<b>1,263.81</b>	<b>1,624.62</b>
营业外收入	0.03	0.88	4.67	4.79	3.20
营业外支出	0.68	0.76	0.42	1.05	1.86
<b>利润总额</b>	<b>851.55</b>	<b>1,237.63</b>	<b>828.50</b>	<b>1,267.55</b>	<b>1,625.96</b>
所得税	106.35	142.18	92.79	141.97	182.11
<b>净利润</b>	<b>745.20</b>	<b>1,095.45</b>	<b>735.71</b>	<b>1,125.58</b>	<b>1,443.86</b>
少数股东损益	3.72	15.46	11.04	16.88	21.66
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>741.48</b>	<b>1,079.99</b>	<b>724.67</b>	<b>1,108.70</b>	<b>1,422.20</b>
每股收益(元)	1.14	1.66	1.12	1.71	2.19

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	38.54%	44.41%	-5.83%	55.40%	27.31%
营业利润	104.63%	45.21%	-33.39%	53.33%	28.55%
归属于母公司净利润	99.98%	45.65%	-32.90%	52.99%	28.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.83%	39.45%	31.50%	32.37%	32.33%
净利率	25.33%	25.55%	18.21%	17.92%	18.06%
ROE	13.83%	18.01%	10.50%	13.84%	15.07%
ROIC	22.81%	27.38%	15.36%	19.06%	19.69%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.85%	43.73%	37.71%	41.87%	36.61%
净负债率	-20.43%	5.13%	8.50%	9.68%	20.08%
流动比率	2.75	2.69	3.96	3.05	3.81
速动比率	2.13	1.99	2.53	2.27	2.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.21	1.37	1.29	1.44	1.44
存货周转率	2.14	2.12	1.38	1.91	1.97
总资产周转率	0.41	0.42	0.35	0.47	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.14	1.66	1.12	1.71	2.19
每股经营现金流	0.35	0.46	0.18	0.32	-1.34
每股净资产	8.25	9.23	10.62	12.33	14.52
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.49	22.99	34.26	22.40	17.46
市净率	4.63	4.14	3.60	3.10	2.63
EV/EBITDA	37.81	27.02	21.74	15.64	13.44
EV/EBIT	41.74	29.29	25.47	17.78	15.11

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com