

2025 年 04 月 22 日

投资评级：增持（维持）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉妤
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 21 日

收盘价（元）	47.96
一年内最高/最低（元）	55.70/32.11
总市值（百万元）	31,157.91
流通市值（百万元）	31,157.91
总股本（百万股）	649.66
资产负债率（%）	47.25
每股净资产（元/股）	10.55

资料来源：聚源数据

西部超导 (688122. SH)

——25Q1 归母同比+54%实现超预期增长，业绩持续增长趋势明显

投资要点：

- **公司发布 2024 年年度报告。**2024 年公司实现营收 46.12 亿元，同比+10.91%；实现归母净利润 8.01 亿元，同比+6.44%；毛利率 33.55%，同比+1.68pct；净利率 18.99%，同比+0.61pct；销售、管理、财务三项费用率 5.62%，同比-0.91pct；研发费用率 7.61%，维持高研发投入水平。我们认为，从整体业绩来看公司 2024 年或已完成筑底反弹，2025 年预计将实现稳步增长。

超导产品：24 年实现营收 13.04 亿元，同比+32.41%；毛利率 30.22%，同比-4.17pct；产量 2899 吨，同比+67.54%；销量 2344 吨，同比+32.46%；年内订单持续增加，高性能超导线材产业化项目建设完成后超导线材产能得到大幅提升，完成 CRAFT 用超导线材的交付任务并开始为 BEST 批量供货。

高端钛合金：24 年实现营收 27.52 亿元，同比+9.87%；毛利率 38.67%，同比+4.26pct；产量 8134 吨，同比-23.95%；销量 7910 吨，同比+8.95%；年内销售持续向好，在直升机、无人机、商用飞机、商用航空发动机、燃气轮机、兵器等方面的推广应用取得了显著进展，获得了多个型号的供货资格。

高性能高温合金：24 年实现营收 3.27 亿元，同比-31.02%；毛利率 22.25%，同比+6.39pct；产量 1264 吨，同比-44.56%；销量 1198 吨，同比-27.81%；年内二期熔炼生产线建成投产，自主设计建成高温合金返回料处理线，突破了高温合金返回料处理技术，多个主要牌号通过“两机”、航天型号等用户产品认证。

- **公司发布 2025 年一季度报告。**2025 年一季度公司实现营收 10.74 亿元，同比+35.31%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比+53.85%；毛利率 35.29%，同比+6.8pct；净利率 17.39%，同比+3.78pct。资产负债表端，期末存货为 41.27 亿元创历史新高，或表明公司在手订单充足，可能正处于积极备产备货状态；固定资产为 20.32 亿元，较 23 年底增加 6.25 亿元，主要系二期熔炼生产线建成投产所致，规模效应驱动下高温合金业务毛利率或仍有向上空间。

- **核聚变+半导体+医疗多重需求驱动，超导线材产品有望实现加速放量**

核聚变板块：中国核能行业协会副理事长兼秘书长张廷克在 2024 春季核能可持续发展国际论坛上表示，预计 2035/2060 年核能发电量在中国电力结构中的占比将分别达到 10%/18%左右，在碳中和及能源安全的大背景下核电新增装机及发电量有望维持高速增长。当前我国各可控核聚变项目进入加速建设阶段，相应对 Nb3Sn 和 NbTi 等超导线材的需求也或将进入快速提升期。

半导体板块：MCZ（磁控直拉法）是一种抑制单晶生长过程中的熔体对流、提高晶体品质的有效手段，可以减少流体温度波动和晶体体内的缺陷，从源头上降低杂质掺入进而提高晶体纯度，并将直拉法的生产效率提高两倍，具有广阔的应用前景。

医疗板块：2022 年我国 MRI 设备人均保有量仅为 9.38 台/百万人，远低于日本每百万人 57 台及美国、希腊、韩国等国家每百万人 30 台以上的水平，我们认为当前我国 MRI 设备缺口较大，随着 MRI 等高端医疗设备国产化的加速推进，对 NbTi 超导线材的需求有望实现快速增长。

➤ **加快发展“新质战斗力”政策强导向，军机提质补量需求驱动高端钛合金+高温合金市场迎来二次增长**

2025 年 3 月 5 日国务院总理李强在政府工作报告中表示，新的一年要深入推进练兵备战，加快发展“新质战斗力”，构建中国特色现代军事理论体系。“新质战斗力”此次被正式纳入政府工作报告，标志着国家对于新技术和新装备的需求及应用迈入了一个新的发展阶段，在现有型号订单追加+新型号批量列装双需求下军用航空市场或将迎来快速发展期，相应对高端钛合金和高温合金的需求也有望维持高位。

➤ **盈利预测与评级：**我们认为公司超导业务有望受益于核聚变+半导体+医疗带来的材料需求增长，钛合金和高温合金业务有望受益于军机现有型号订单追加+新型号批量列装带来的材料需求增长，最终共同驱动公司业绩加速释放。考虑到公司 2025 年一季度业绩实现超预期增长，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 10.24/12.32/14.79 亿元，同比增速分别为 27.92%/20.23%/20.11%，对应当前 PE 分别为 30.42/25.30/21.06 倍，维持“增持”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期的风险、客户集中度较高的风险、主要原材料价格波动的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,159	4,612	5,786	6,896	8,159
同比增长率（%）	-1.62%	10.91%	25.45%	19.18%	18.32%
归母净利润（百万元）	752	801	1,024	1,232	1,479
同比增长率（%）	-30.34%	6.44%	27.92%	20.23%	20.11%
每股收益（元/股）	1.16	1.23	1.58	1.90	2.28
ROE（%）	11.90%	11.98%	14.44%	16.23%	18.09%
市盈率（P/E）	41.41	38.91	30.42	25.30	21.06

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,513	1,339	1,428	1,527
应收票据及账款	4,222	4,914	5,479	6,259
预付账款	52	66	78	93
其他应收款	6	8	10	11
存货	3,860	4,777	5,635	6,590
其他流动资产	947	968	988	1,012
流动资产总计	10,600	12,072	13,619	15,491
长期股权投资	191	193	195	196
固定资产	2,065	1,998	1,959	1,944
在建工程	232	334	380	374
无形资产	328	316	308	304
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	193	226	244	253
非流动资产合计	3,009	3,067	3,086	3,072
资产总计	13,609	15,139	16,705	18,563
短期借款	779	823	861	946
应付票据及账款	2,653	3,283	3,873	4,529
其他流动负债	1,524	1,891	2,234	2,616
流动负债合计	4,956	5,997	6,967	8,091
长期借款	907	884	851	811
其他非流动负债	480	480	480	480
非流动负债合计	1,387	1,364	1,331	1,291
负债合计	6,342	7,361	8,298	9,381
股本	650	650	650	650
资本公积	3,647	3,647	3,647	3,647
留存收益	2,387	2,797	3,289	3,881
归属母公司权益	6,684	7,094	7,586	8,178
少数股东权益	583	684	821	1,004
股东权益合计	7,267	7,778	8,407	9,182
负债和股东权益合计	13,609	15,139	16,705	18,563

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	876	976	1,219	1,512
折旧与摊销	168	184	192	201
财务费用	37	60	61	62
投资损失	-5	-2	-2	-2
营运资金变动	-670	-649	-525	-736
其他经营现金流	41	171	171	171
经营性现金净流量	446	740	1,115	1,209
投资性现金净流量	-20	-261	-231	-206
筹资性现金净流量	-437	-653	-795	-904
现金流量净额	-8	-174	89	99

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,612	5,786	6,896	8,159
营业成本	3,065	3,793	4,474	5,232
税金及附加	31	38	45	53
销售费用	28	35	41	49
管理费用	195	243	283	326
研发费用	351	440	524	620
财务费用	37	60	61	62
资产减值损失	-39	-34	-40	-47
信用减值损失	-53	-35	-41	-49
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	5	2	2	2
公允价值变动损益	26	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	161	170	170	170
营业利润	1,007	1,282	1,558	1,892
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	2	2	3	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,006	1,281	1,557	1,891
所得税	130	155	189	229
净利润	876	1,126	1,368	1,662
少数股东损益	75	101	137	183
归属母公司股东净利润	801	1,024	1,232	1,479
EPS(元)	1.23	1.58	1.90	2.28

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	10.91%	25.45%	19.18%	18.32%
营业利润增长率	15.68%	27.33%	21.57%	21.42%
归母净利润增长率	6.44%	27.92%	20.23%	20.11%
经营现金流增长率	176.29%	65.74%	50.69%	8.39%
盈利能力				
毛利率	33.55%	34.45%	35.12%	35.87%
净利率	18.99%	19.45%	19.84%	20.37%
ROE	11.98%	14.44%	16.23%	18.09%
ROA	5.88%	6.77%	7.37%	7.97%
估值倍数				
P/E	38.91	30.42	25.30	21.06
P/S	6.76	5.38	4.52	3.82
P/B	4.66	4.39	4.11	3.81
股息率	0.21%	1.97%	2.37%	2.85%
EV/EBITDA	23	21	18	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。