

超导业务持续快速放量，高端钛合金业务加速修复

2025 年 04 月 23 日

► **事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年，公司实现营业收入 46.12 亿元，同比+10.91%，归母净利润 8.01 亿元，同比+6.44%，扣非归母净利润 7.13 亿元，同比+12.94%。2024Q4，公司实现营业收入 13.77 亿元，环比+13.39%，同比+28.64%；实现归母净利润 1.97 亿元，环比-22.75%，同比+16.09%；实现扣非归母净利润 1.80 亿元，环比-18.95%，同比+51.38%。2025Q1，公司实现营业收入 10.74 亿元，环比-22.04%，同比+35.31%；实现归母净利润 1.70 亿元，环比-13.76%，同比+53.85%；实现扣非归母净利润 1.42 亿元，环比-21.13%，同比+52.73%。

► **超导产品持续快速增长，钛合金业务修复态势显著。**1) **超导：**公司超导产品商业化应用开拓顺利，持续快速增长，2024 年超导产品实现营收 13.04 亿元，同比+32.41%，销量 2343.82 吨，同比+32.46%。2) **钛合金：**24 年钛合金企稳回升，24 年公司钛合金业务实现营收 27.52 亿元，同比+9.87%，销量 7909.63 吨，同比+8.95%；3) **高温合金：**受军工需求放缓叠加下游客户排产节奏影响，高温合金业务相对承压，24 年高温合金实现营收 3.27 亿元，同比-31.02%，销量 1198.46 吨，同比-27.81%。

► **价：海绵钛等原材料价格同比下行，公司毛利率同比提升。**2024 年毛利率为 33.55%，同比+1.68pct；2024Q4，公司毛利率为 32.56%，环比-4.65pct，同比+4.51pct；2025Q1，公司毛利率为 35.29%，环比+2.73pct，同比+6.83pct。分产品毛利率来看，2024 年，钛合金毛利率为 38.67%，同比+4.26pct；超导产品毛利率为 30.22%，同比-4.17pct，主要系产品结构调整；高温合金毛利率为 22.25%，同比+6.39pct，主要系原材料金属价格下行叠加公司产品工艺水平优化明显，产品各项成本逐步降低。看原材料金属价格，2024 年，钨均价约 638 元/千克，同比+6.16%；海绵钛均价约 5.01 万元/吨，同比-24.39%；镍均价约 13.34 万元/吨，同比-23.34%。

► **积极分红回报资本市场，彰显公司经营信心。**2024 年年报公司拟派发现金红利 4.22 亿元（含税），同时公司 2024 年前三季度派发现金红利 6497 万元，综合来看 2024 年度公司现金分红（含中期已分配的现金红利）总额为 4.87 亿元，占公司 2024 年度归属于上市公司股东净利润的 60.85%。

► **核心看点：1) 超导产品市场开拓顺利，全年超导业务订单持续增加。**随着高性能超导线材产业化项目建设完成，公司超导线材产能得到了大幅提升，交付的产品得到了客户的一致好评，同时公司完成国内核聚变 CRAFT 项目用超导线材的交付任务，并开始为 BEST 聚变项目批量供货，产品性能稳定；Nb3Sn 超导线材和 MgB2 高温超导线材性能取得新突破；300mm 磁控直拉电子级单晶硅用超导磁体首次实现年交付超百台。2) **航空领域市场高端钛合金供应主导地位稳固。**高端钛材在直升机、商用飞机、商用航空发动机、燃气轮机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，为公司扩大产品应用领域和新市场奠定了良好基础。公司高端钛合金产品在兵器、舰船等领域已有相关应用和供货，在 C919 方向钛合金业务稳中向好。3) **高温合金业务增长可期。**公司已获得多个重点型号航空发动机以及燃气轮机高温合金材料供货资质并开始批量供货；高温合金二期熔炼生产线建成投产，公司自主设计建成高温合金返料处理线，突破了高温合金返料处理技术，产能正在逐步提升。4) **定增项目加码高温合金+钛合金材料产能，**钛合金总产能将达到 1 万吨，高温合金产能将达到 6000 吨，成长性有望再上台阶。

► **投资建议：**公司在高端钛合金棒丝材、超导产品、高性能高温合金等市场占据行业主导地位，伴随募投项目投产进一步扩充产能，未来成长可期。我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润为 10.10、12.04、14.54 亿元，对应 4 月 23 日股价的 PE 分别为 31/26/21X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,612	5,433	6,433	7,658
增长率 (%)	10.9	17.8	18.4	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	801	1,010	1,204	1,454
增长率 (%)	6.4	26.1	19.2	20.8
每股收益 (元)	1.23	1.55	1.85	2.24
PE	39	31	26	21
PB	4.7	4.1	3.6	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

47.90 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

- 西部超导 (688122.SH) 2024 年三季报点评：超导业务持续快速放量，高端钛合金稳步修复-2024/11/01
- 西部超导 (688122.SH) 2024 年半年报点评：超导产品持续放量，高端钛合金环比向好-2024/08/31
- 西部超导 (688122.SH) 2023 年年报点评：军工疲软拖累钛合金业务，超导、高温合金未来可期-2024/03/31
- 西部超导 (688122.SH) 2023 年三季报点评：军品采购需求放缓，钛材销售下滑业绩承压-2023/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,612	5,433	6,433	7,658
营业成本	3,065	3,634	4,300	5,119
营业税金及附加	31	33	39	46
销售费用	28	38	45	54
管理费用	195	223	264	314
研发费用	351	380	450	498
EBIT	1,013	1,234	1,470	1,766
财务费用	37	45	58	65
资产减值损失	-39	-28	-28	-29
投资收益	5	5	6	8
营业利润	1,007	1,166	1,390	1,679
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1,006	1,166	1,390	1,679
所得税	130	140	167	201
净利润	876	1,026	1,223	1,478
归属于母公司净利润	801	1,010	1,204	1,454
EBITDA	1,180	1,425	1,691	2,008

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,513	889	1,104	2,150
应收账款及票据	4,197	4,879	5,287	5,455
预付款项	52	91	108	107
存货	3,860	3,955	3,978	4,178
其他流动资产	978	941	941	941
流动资产合计	10,600	10,755	11,418	12,832
长期股权投资	191	197	203	211
固定资产	2,062	2,340	2,309	2,291
无形资产	328	326	324	321
非流动资产合计	3,009	3,321	3,297	3,284
资产合计	13,609	14,077	14,715	16,116
短期借款	779	779	1,279	1,279
应付账款及票据	2,653	2,389	2,356	2,384
其他流动负债	1,524	1,463	490	483
流动负债合计	4,956	4,631	4,125	4,145
长期借款	887	722	722	722
其他长期负债	500	493	496	496
非流动负债合计	1,387	1,215	1,218	1,218
负债合计	6,342	5,846	5,344	5,364
股本	650	650	650	650
少数股东权益	583	599	619	642
股东权益合计	7,267	8,230	9,372	10,752
负债和股东权益合计	13,609	14,077	14,715	16,116

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.91	17.78	18.41	19.04
EBIT 增长率	15.84	21.83	19.16	20.12
净利润增长率	6.44	26.10	19.22	20.78
盈利能力 (%)				
毛利率	33.55	33.11	33.15	33.16
净利润率	17.36	18.59	18.71	18.99
总资产收益率 ROA	5.88	7.17	8.18	9.02
净资产收益率 ROE	11.98	13.23	13.75	14.38
偿债能力				
流动比率	2.14	2.32	2.77	3.10
速动比率	1.33	1.43	1.76	2.04
现金比率	0.31	0.19	0.27	0.52
资产负债率 (%)	46.60	41.53	36.31	33.28
经营效率				
应收账款周转天数	214.46	220.00	190.00	160.00
存货周转天数	459.68	400.00	340.00	300.00
总资产周转率	0.36	0.39	0.45	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.55	1.85	2.24
每股净资产	10.29	11.75	13.47	15.56
每股经营现金流	0.69	0.24	1.59	2.22
每股股利	0.75	0.13	0.15	0.18
估值分析				
PE	39	31	26	21
PB	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	27.50	22.78	19.19	16.16
股息收益率 (%)	1.57	0.26	0.31	0.38

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	876	1,026	1,223	1,478
折旧和摊销	168	191	222	243
营运资金变动	-670	-1,172	-505	-377
经营活动现金流	446	153	1,031	1,443
资本开支	-352	-465	-188	-222
投资	300	0	0	0
投资活动现金流	-20	-484	-188	-222
股权募资	138	0	0	0
债务募资	-58	-157	-477	0
筹资活动现金流	-437	-293	-628	-176
现金净流量	-8	-623	215	1,046

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收到任何形式的补偿。

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048