

分析师: 刘智
登记编码: S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

超导产品、钛合金业务快速增长, 行业需求回暖业绩快速修复

——西部超导(688122)2024 年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

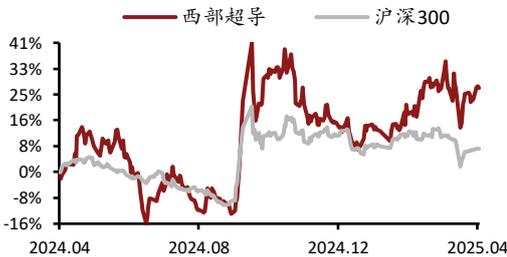
市场数据(2025-04-23)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 47.90 |
| 一年内最高/最低(元) | 53.40/32.37 |
| 沪深 300 指数 | 3,786.88 |
| 市净率(倍) | 4.54 |
| 流通市值(亿元) | 311.19 |

基础数据(2025-03-31)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 10.55 |
| 每股经营现金流(元) | 0.00 |
| 毛利率(%) | 35.29 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 2.48 |
| 资产负债率(%) | 47.25 |
| 总股本/流通股(万股) | 64,966.45/64,966.45 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 24 日

投资要点:

西部超导 4 月 22 日披露 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 46.12 亿元, 同比增长 10.91%; 归母净利润 8.01 亿元, 同比增长 6.44%; 扣非净利润 7.13 亿元, 同比增长 12.94%; 经营活动产生的现金流量净额为 4.46 亿元, 同比增长 176.29%; 报告期内, 西部超导基本每股收益为 1.23 元, 加权平均净资产收益率为 12.22%。公司 2024 年度分配预案为: 拟向全体股东每 10 股派现 6.5 元 (含税)。

● 钛合金、超导产品稳健增长, 四季度需求回暖业绩明显恢复

2024 年公司实现营业收入 46.12 亿元, 同比增长 10.91%; 归母净利润 8.01 亿元, 同比增长 6.44%; 扣非净利润 7.13 亿元, 同比增长 12.94%。

其中第四季度公司营业收入为 13.77 亿元, 同比增长 28.64%; 归母净利润为 1.97 亿元, 同比增长 16.09%; 扣非归母净利润 1.8 亿, 同比增长 51.38%。

2025Q1 营业收入 10.74 亿, 同比增长 35.31%, 归母净利润 1.7 亿, 同比增长 53.85%, 扣非归母净利润 1.42 亿, 同比增长 52.73%。从 2024 年三季度开始随着行业需求回暖, 公司业绩快速增长。

2024 年报分业务看:

- 1) 高端钛合金实现营业收入 27.52 亿, 同比增长 9.87%, 占营业收入比例为 59.66%。2024 年完成高端钛合金产品销售 7909.63 吨, 同比增长 8.95%, 平均单价 34.79 万元/吨, 同比微增长 0.84%。
- 2) 超导产品板块实现营业收入 13.04 亿, 同比增长 32.41%, 占营业收入比例为 28.26%。2024 年完成超导产品销量 2343.82 吨, 同比增长 32.46%, 平均单价 55.64 万元/吨, 同比小幅下滑约 3.2%。
- 3) 高性能高温合金营业收入 3.27 亿, 同比增下滑 31.02%, 占营业收入比例为 7.09%。2024 年完成高性能高温合金产品销量 1198.46 吨, 同比下降 27.86%。平均单价 27.29 万元/吨, 同比下滑约 4.4%。

● 钛合金、高温合金毛利率上升明显, 公司 2024 年报毛利率净利率小幅上升

2024 年报公司毛利率为 33.55%、同比上升 1.68 个百分点; 净利率为 18.99%, 同比上升 0.61 个百分点; 扣非净利率 15.45%, 同比上升 0.28 个百分点。公司毛利率、净利率均出现小幅上升的主要原因是公司主业高端钛合金业务毛利率同比上升 4.26 个百分点。

2024 年高端钛合金业务毛利率 38.67%，同比上升 4.26 个百分点；超导产品毛利率 30.22%，同比下降 4.17 个百分点；高性能高温合金业务毛利率 22.25%，同比上升 6.39 个百分点。

● **国防需求恢复公司业绩有望迎来拐点，钛合金、高温合金、超导多产线发展驱动成长**

公司主要从事超导产品、高端钛合金材料和高性能高温合金材料及应用的研发、生产和销售。公司是目前国际上唯一的 NbTi 铸锭、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业；是我国高端钛合金棒丝材主要研发生产基地；也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。

在超导产品领域，公司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。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。

在高端钛合金材料领域，公司钛合金产品的研发和多个产品通过设计所组织的装机评审。针对国家重大型号研制急需，公司制备出国内最大规格耐蚀高韧钛合金锻坯，新型高温钛合金锻坯、板坯和丝棒材，海洋、兵器、核工业等领域钛合金研制任务进展顺利；高端钛材在直升机、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，为公司扩大产品应用领域和新市场奠定了良好基础。

在高温合金领域，公司高温合金二期熔炼生产线建成投产，此外，公司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，行业地位进一步提升。突破了航空结构件用某高强钢大规格棒材稳定性控制技术，性能匹配良好，获得了型号供货资格。超超临界燃煤发电站用高温合金已经基本完成应用考核评价。

公司核心业务钛合金、高温合金等主要应用于国防行业，2025 年随着十四五进入收官阶段，国防需求有望快速恢复，带动公司核心业务有望迎来拐点。

从中长期需求来看，一方面随着国内重点型号任务增加，我国航空工业发展步入了新阶段，将带动高端钛合金等新材料产品需求的持续增长；另一方面，载人、无人潜水器实现产业化，将带动深海油气勘探、资源开发，海工装备制造和升级等新增产业蓬勃发展，进一步推动新材料的应用。高端钛合金、超导产品、高温合金产品中长期看应用空间广泛，成长潜力较大。公司三条业务线技术积累深厚，产能布局良好，未来随着这些新材料在国防、能源、海工等各领域应用渗透有望实现稳健成长。

● **盈利预测与估值**

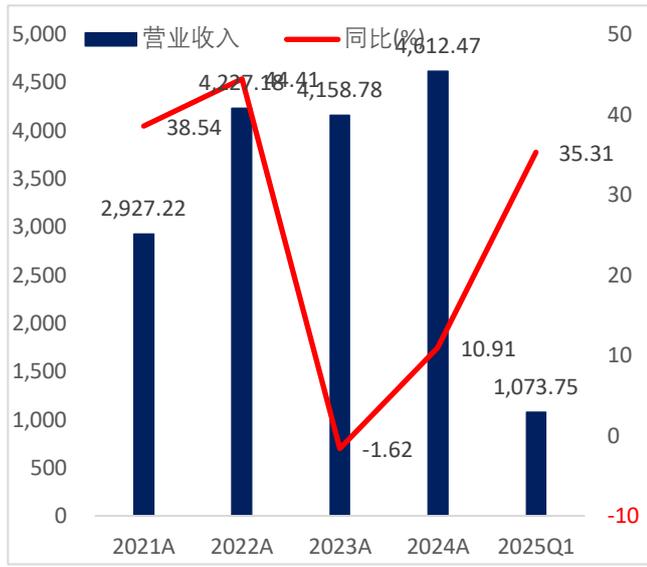
我们预测公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 58.9 亿、71.64 亿、84.57 亿，归母净利润分别为 10.23 亿、12.78 亿、15.51 亿，对应的 PE 分别为 30.42X、24.35X、20.06X。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：1：宏观经济增速不及预期；2：国防行业需求不及预期；3：公司募投产能项目进展不及预期；4：行业竞争加剧，毛利率下滑。

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,159 | 4,612 | 5,890 | 7,164 | 8,457 |
| 增长比率(%) | -1.62 | 10.91 | 27.69 | 21.63 | 18.06 |
| 净利润(百万元) | 752 | 801 | 1,023 | 1,278 | 1,551 |
| 增长比率(%) | -30.33 | 6.44 | 27.75 | 24.92 | 21.37 |
| 每股收益(元) | 1.16 | 1.23 | 1.57 | 1.97 | 2.39 |
| 市盈率(倍) | 41.36 | 38.86 | 30.42 | 24.35 | 20.06 |

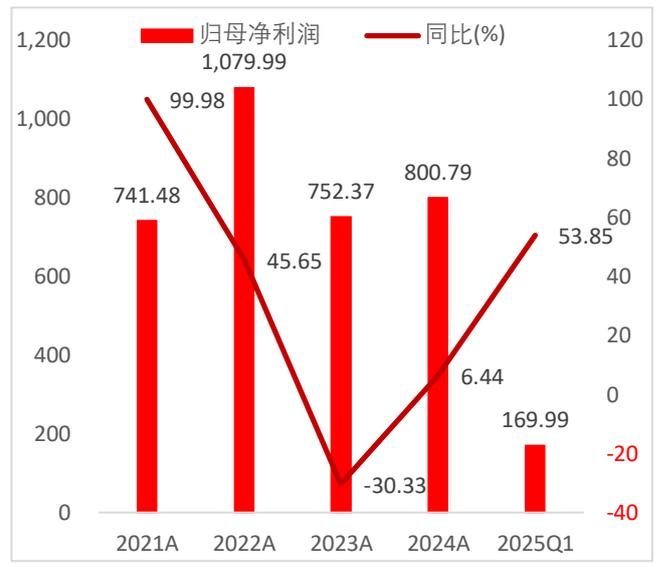
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入（百万元）



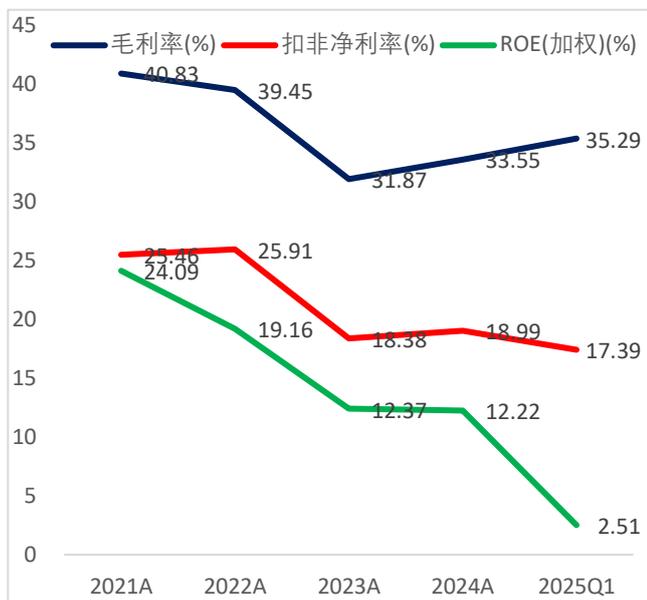
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 2：公司归母净利润（百万元）



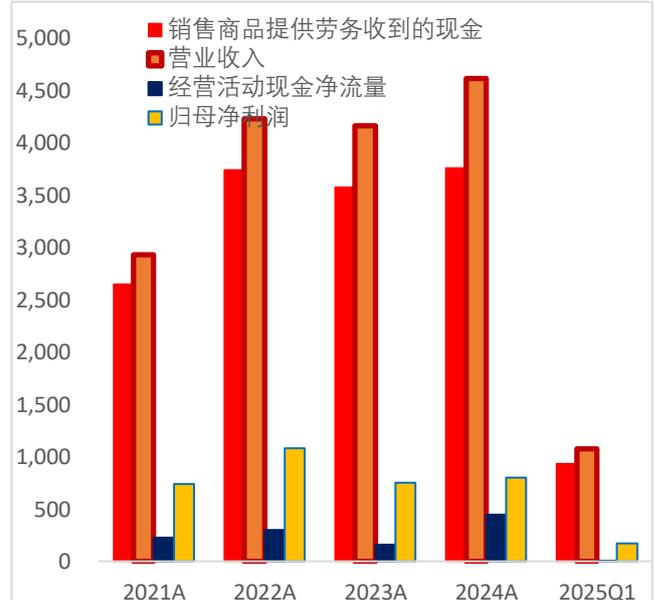
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 3：公司盈利能力指标



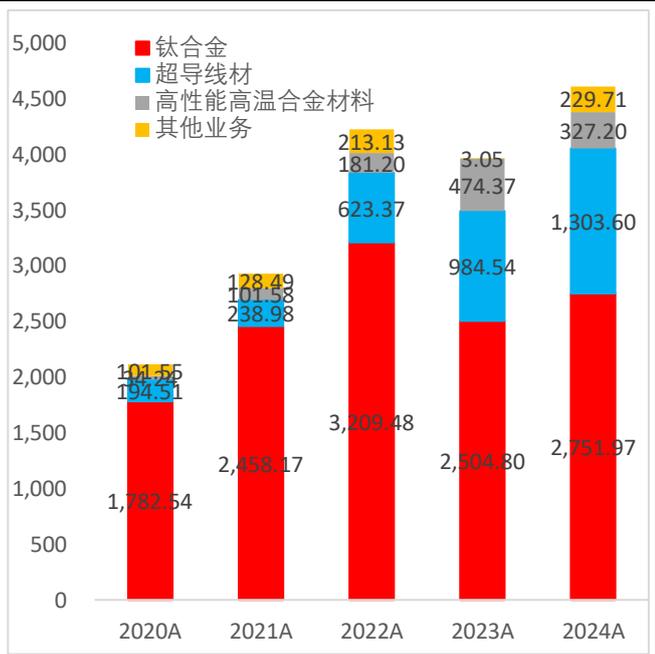
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



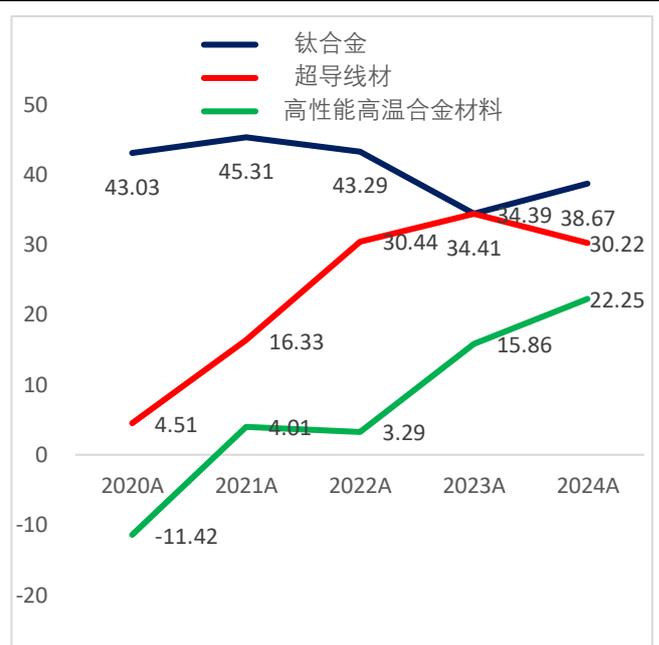
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 6: 核心业务毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 9,493 | 10,600 | 11,752 | 13,633 | 15,628 |
| 现金 | 1,482 | 1,513 | 1,662 | 1,969 | 2,323 |
| 应收票据及应收账款 | 3,331 | 4,197 | 4,826 | 5,651 | 6,507 |
| 其他应收款 | 3 | 6 | 7 | 9 | 10 |
| 预付账款 | 44 | 52 | 64 | 78 | 91 |
| 存货 | 3,342 | 3,860 | 4,363 | 5,127 | 5,906 |
| 其他流动资产 | 1,291 | 971 | 830 | 798 | 790 |
| 非流动资产 | 2,591 | 3,009 | 3,309 | 3,288 | 3,101 |
| 长期投资 | 188 | 191 | 191 | 191 | 191 |
| 固定资产 | 1,406 | 2,062 | 2,268 | 2,277 | 2,162 |
| 无形资产 | 291 | 328 | 312 | 297 | 284 |
| 其他非流动资产 | 705 | 428 | 538 | 523 | 464 |
| 资产总计 | 12,084 | 13,609 | 15,061 | 16,921 | 18,729 |
| 流动负债 | 3,423 | 4,956 | 5,581 | 6,541 | 7,319 |
| 短期借款 | 728 | 779 | 868 | 935 | 978 |
| 应付票据及应付账款 | 1,857 | 2,653 | 3,085 | 3,826 | 4,433 |
| 其他流动负债 | 839 | 1,524 | 1,628 | 1,780 | 1,909 |
| 非流动负债 | 1,925 | 1,387 | 1,611 | 1,754 | 1,866 |
| 长期借款 | 1,535 | 887 | 1,118 | 1,261 | 1,373 |
| 其他非流动负债 | 389 | 500 | 493 | 493 | 493 |
| 负债合计 | 5,348 | 6,342 | 7,192 | 8,295 | 9,185 |
| 少数股东权益 | 411 | 583 | 672 | 786 | 923 |
| 股本 | 650 | 650 | 650 | 650 | 650 |
| 资本公积 | 3,577 | 3,647 | 3,647 | 3,647 | 3,647 |
| 留存收益 | 2,078 | 2,359 | 2,870 | 3,512 | 4,293 |
| 归属母公司股东权益 | 6,325 | 6,684 | 7,198 | 7,840 | 8,620 |
| 负债和股东权益 | 12,084 | 13,609 | 15,061 | 16,921 | 18,729 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 162 | 446 | 870 | 1,128 | 1,268 |
| 净利润 | 765 | 876 | 1,112 | 1,392 | 1,688 |
| 折旧摊销 | 144 | 168 | 258 | 284 | 300 |
| 财务费用 | 66 | 60 | 59 | 68 | 73 |
| 投资损失 | -4 | -5 | -6 | -8 | -9 |
| 营运资金变动 | -796 | -670 | -642 | -736 | -940 |
| 其他经营现金流 | -12 | 18 | 89 | 128 | 155 |
| 投资活动现金流 | -383 | -20 | -372 | -196 | -65 |
| 资本支出 | -408 | -352 | -526 | -260 | -108 |
| 长期投资 | -17 | 300 | 167 | 56 | 34 |
| 其他投资现金流 | 42 | 32 | -13 | 8 | 9 |
| 筹资活动现金流 | -229 | -437 | -350 | -624 | -849 |
| 短期借款 | -254 | 51 | 89 | 67 | 43 |
| 长期借款 | 375 | -648 | 231 | 143 | 112 |
| 普通股增加 | 186 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -154 | 71 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -381 | 90 | -670 | -834 | -1,004 |
| 现金净增加额 | -449 | -8 | 149 | 308 | 354 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4,159 | 4,612 | 5,890 | 7,164 | 8,457 |
| 营业成本 | 2,833 | 3,065 | 3,878 | 4,673 | 5,465 |
| 营业税金及附加 | 24 | 31 | 37 | 46 | 54 |
| 营业费用 | 31 | 28 | 38 | 45 | 54 |
| 管理费用 | 194 | 195 | 258 | 310 | 367 |
| 研发费用 | 329 | 351 | 454 | 550 | 650 |
| 财务费用 | 47 | 37 | 29 | 34 | 34 |
| 资产减值损失 | -23 | -39 | -39 | -47 | -58 |
| 其他收益 | 156 | 161 | 177 | 215 | 254 |
| 公允价值变动收益 | 39 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 4 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 870 | 1,007 | 1,276 | 1,596 | 1,935 |
| 营业外收入 | 3 | 1 | 3 | 5 | 7 |
| 营业外支出 | 5 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 868 | 1,006 | 1,278 | 1,599 | 1,940 |
| 所得税 | 104 | 130 | 166 | 207 | 252 |
| 净利润 | 765 | 876 | 1,112 | 1,392 | 1,688 |
| 少数股东损益 | 12 | 75 | 89 | 114 | 137 |
| 归属母公司净利润 | 752 | 801 | 1,023 | 1,278 | 1,551 |
| EBITDA | 1,018 | 1,180 | 1,565 | 1,918 | 2,274 |
| EPS (元) | 1.16 | 1.23 | 1.57 | 1.97 | 2.39 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | -1.62 | 10.91 | 27.69 | 21.63 | 18.06 |
| 营业利润 (%) | -29.69 | 15.68 | 26.78 | 25.10 | 21.21 |
| 归属母公司净利润 (%) | -30.33 | 6.44 | 27.75 | 24.92 | 21.37 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 31.87 | 33.55 | 34.15 | 34.77 | 35.38 |
| 净利率 (%) | 18.09 | 17.36 | 17.37 | 17.84 | 18.34 |
| ROE (%) | 11.90 | 11.98 | 14.21 | 16.30 | 17.99 |
| ROIC (%) | 8.14 | 8.89 | 10.48 | 12.03 | 13.32 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 44.26 | 46.60 | 47.75 | 49.02 | 49.04 |
| 净负债比率 (%) | 79.39 | 87.28 | 91.39 | 96.17 | 96.25 |
| 流动比率 | 2.77 | 2.14 | 2.11 | 2.08 | 2.14 |
| 速动比率 | 1.75 | 1.33 | 1.29 | 1.27 | 1.29 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.36 | 0.36 | 0.41 | 0.45 | 0.47 |
| 应收账款周转率 | 2.47 | 1.93 | 2.02 | 2.13 | 2.15 |
| 应付账款周转率 | 2.74 | 2.01 | 1.95 | 1.96 | 1.92 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.16 | 1.23 | 1.57 | 1.97 | 2.39 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.25 | 0.69 | 1.34 | 1.74 | 1.95 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 9.74 | 10.29 | 11.08 | 12.07 | 13.27 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 41.36 | 38.86 | 30.42 | 24.35 | 20.06 |
| P/B | 4.92 | 4.66 | 4.32 | 3.97 | 3.61 |
| EV/EBITDA | 35.20 | 24.54 | 20.73 | 16.86 | 14.13 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。