

西部超导 (688122.SH)

24 年业绩实现稳定增长, 25Q1 业绩恢复性高增

2024 年实现营业收入 46.12 亿元, 同比增长 10.91%; 实现归母净利润 8.01 亿元, 同比增长 6.44%; 实现扣非净利润 7.13 亿元, 同比增长 12.94%。每 10 股派发现金红利 6.5 元 (含税)。

□ 24 年业绩实现稳定增长, 超导业务表现突出。公司 2024 年实现营业收入 46.12 亿元, 同比增长 10.91%; 实现归母净利润 8.01 亿元, 同比增加 6.44%; 实现扣非净利润 7.13 亿元, 同比增长 12.94%。分产品来看:

- 高端钛合金材料: 产量 8133.73 吨 (同比-23.95%), 销量 7909.63 吨 (同比+8.95%), 公司调整产量实现产销率的同比提升, 控制库存, 实现收入 (27.52 亿, +9.87%), 毛利率较去年同期提升 4.26pct 至 38.67%;
- 超导线材: (产销量未包括超导磁体) 产量 2898.68 吨, 销量 2343.82 吨, 超导产品实现收入 (13.04 亿, +32.41%), 主要受益于全年超导线材、超导磁体外部市场需求量大增, 毛利率较去年同期降低 4.17pct 至 30.22%。1) 超导线材方面: 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。2) 超导磁体方面: 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; 首次完成 15T/120mm 大口径无液氮超导磁体的设计、制造并实现应用。
- 高性能高温合金材料: 产量 1264.29 吨, 销量 1198.46 吨, 实现收入 (3.27 亿, 同比-31.02%), 毛利率较去年同期提升 6.39pct 至 22.25%。主要牌号在多个型号多个客户的产品认证进展顺利, 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。

□ 成本控制见效, 盈利能力持续增强。盈利能力方面, 2024 年度公司销售毛利率为 33.55%, 较去年同期提升 1.68pct。费用端方面, 期间销售费用 (0.28 亿元, -8.51%); 管理费用 (1.95 亿元, +0.16%); 财务费用 (0.37 亿元, -21.30%)。研发费用 (3.51 亿元, +6.51%) 保持增长, 反映公司持续强化技术领先优势的战略投入。期间费用率为 13.23%, 同比下降 1.22pct, 降费增效成果显著。销售净利率达 18.99%, 同比提升 0.61pct。

□ 25Q1 业绩恢复性高增, 积极备货备产。25 年 Q1, 实现营业收入 10.74 亿元, 同比+35.31%; 实现归母净利润 1.70 亿元, 同比+53.85%; 实现扣非归母净利润 1.42 亿元, 同比+52.73%。盈利能力方面, Q1 毛利率达到 35.29%, 同比提升 6.83%, 三项费用率降至 11.91%, 较去年同期下降了 3.70 个百分点, 成本控制效果显著。费用端拆分来看, 销售费用 (589.27 万, +3.69%), 管理费用 (6,553.98 万, +166.31%), 财务费用 (1,116.92 万, -5.77%), 研发费用 (4524.82 万, -44.63%)。净利率达到 17.39%, 同比提升 3.78%。资产负债表方面, 期末公司应收票据及账款总额达到 29.47 亿元, 同比增长 29.74%; 存货达到 41.27 亿元, 同比增长 18.39%, 均创历史新高。

□ 盈利预测: 受高温合金行业竞争加剧等因素影响, 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 9.36/10.77/12.23 亿元, 对应 PE 估值 35/30/27 倍, 维持“强烈推荐”评级。

强烈推荐 (维持)

中游制造/军工

目标估值: NA

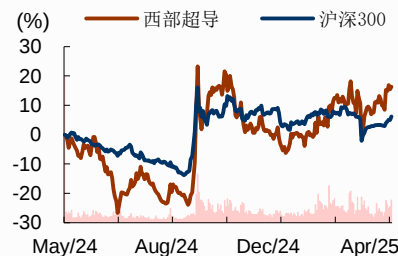
当前股价: 50.3 元

基础数据

总股本 (百万股)	650
已上市流通股 (百万股)	650
总市值 (十亿元)	32.7
流通市值 (十亿元)	32.7
每股净资产 (MRQ)	10.6
ROE (TTM)	12.5
资产负债率	47.3%
主要股东	西北有色金属研究院
主要股东持股比例	20.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	0	26
相对表现	10	7	21



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《西部超导 (688122) —24Q3 利润同比高速增长, 盈利能力持续环比修复》2024-11-01
- 2、《西部超导 (688122) —24Q2 业绩环比改善显著, 各业务取得新突破》2024-09-03

王超

S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮

研究助理

zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

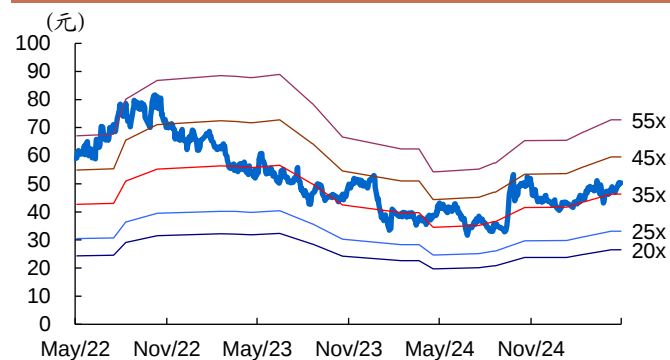
□风险提示：市场开拓不及预期、原材料价格波动风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4159	4612	5372	6116	6895
同比增长	-2%	11%	16%	14%	13%
营业利润(百万元)	870	1007	1177	1353	1537
同比增长	-30%	16%	17%	15%	14%
归母净利润(百万元)	752	801	936	1077	1223
同比增长	-30%	6%	17%	15%	14%
每股收益(元)	1.16	1.23	1.44	1.66	1.88
PE	43.4	40.8	34.9	30.3	26.7
PB	5.2	4.9	4.6	4.1	3.7

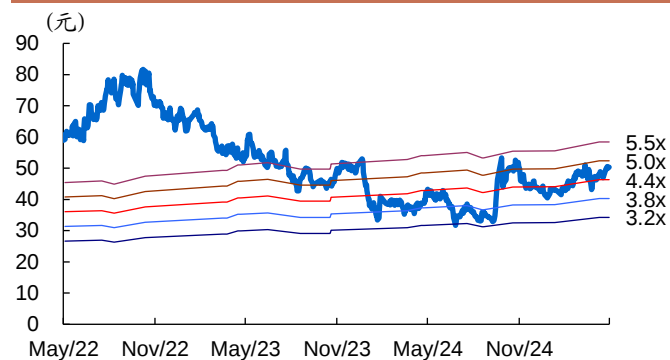
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 西部超导历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 西部超导历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9493	10600	10800	12173	13608
现金	1482	1513	365	413	462
交易性投资	1184	862	862	862	862
应收票据	1272	1487	1732	1972	2223
应收款项	2059	2710	3157	3594	4051
其它应收款	3	6	7	8	10
存货	3342	3860	4489	5109	5758
其他	150	162	188	214	242
非流动资产	2591	3009	3563	4059	4503
长期股权投资	188	191	191	191	191
固定资产	1406	2062	2649	3174	3644
无形资产商誉	291	328	295	265	239
其他	705	428	428	428	428
资产总计	12084	13609	14364	16232	18110
流动负债	3423	4956	5173	6144	7008
短期借款	728	779	1517	2046	2447
应付账款	1857	2653	3085	3511	3957
预收账款	143	144	167	190	215
其他	696	1381	404	397	389
长期负债	1925	1387	1387	1387	1387
长期借款	1535	887	887	887	887
其他	389	500	500	500	500
负债合计	5348	6342	6560	7531	8395
股本	650	650	650	650	650
资本公积金	3577	3647	3647	3647	3647
留存收益	2098	2387	2836	3632	4532
少数股东权益	411	583	671	772	887
归属于母公司所有者权益	6325	6684	7133	7929	8829
负债及权益合计	12084	13609	14364	16232	18110

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	162	446	326	569	767
净利润	765	876	1024	1178	1337
折旧摊销	142	165	249	307	360
财务费用	66	60	144	157	185
投资收益	(4)	(5)	(192)	(192)	(192)
营运资金变动	(799)	(602)	(900)	(882)	(923)
其它	(7)	(47)	0	0	0
投资活动现金流	(383)	(20)	(611)	(611)	(611)
资本支出	(409)	(352)	(803)	(803)	(803)
其他投资	26	332	192	192	192
筹资活动现金流	(229)	(437)	(863)	91	(106)
借款变动	239	(139)	(232)	529	402
普通股增加	186	0	0	0	0
资本公积增加	(154)	71	0	0	0
股利分配	(464)	(455)	(487)	(281)	(323)
其他	(36)	87	(144)	(157)	(185)
现金净增加额	(451)	(11)	(1148)	48	50

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4159	4612	5372	6116	6895
营业成本	2833	3065	3565	4057	4572
营业税金及附加	24	31	36	41	46
营业费用	31	28	33	31	28
管理费用	194	195	205	222	236
研发费用	329	351	393	447	483
财务费用	47	37	144	157	185
资产减值损失	(30)	(92)	(12)	0	0
公允价值变动收益	39	26	26	26	26
其他收益	156	161	161	161	161
投资收益	4	5	5	5	5
营业利润	870	1007	1177	1353	1537
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	868	1006	1176	1353	1536
所得税	104	130	152	175	199
少数股东损益	12	75	88	101	115
归属于母公司净利润	752	801	936	1077	1223

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-2%	11%	16%	14%	13%
营业利润	-30%	16%	17%	15%	14%
归母净利润	-30%	6%	17%	15%	14%
获利能力					
毛利率	31.9%	33.6%	33.6%	33.7%	33.7%
净利率	18.1%	17.4%	17.4%	17.6%	17.7%
ROE	12.2%	12.3%	13.6%	14.3%	14.6%
ROIC	8.9%	9.4%	11.4%	12.0%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	44.3%	46.6%	45.7%	46.4%	46.4%
净负债比率	22.4%	19.4%	16.7%	18.1%	18.4%
流动比率	2.8	2.1	2.1	2.0	1.9
速动比率	1.8	1.4	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	1.16	1.23	1.44	1.66	1.88
每股经营净现金	0.25	0.69	0.50	0.88	1.18
每股净资产	9.74	10.29	10.98	12.20	13.59
每股股利	0.70	0.75	0.43	0.50	0.56
估值比率					
PE	43.4	40.8	34.9	30.3	26.7
PB	5.2	4.9	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	37.9	33.2	25.2	21.8	19.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。