

西部超导 (688122.SH)

25H1 业绩实现高增，三大业务齐头并进

25 年上半年，公司实现营业收入 27.23 亿元 (同比+34.76%)；实现归母净利润 5.46 亿元 (同比+56.72%)；扣非归母净利润 4.93 亿 (同比增长 58.32%)。

□ **25H1 业绩实现高增，三大业务齐头并进。** 25 年上半年，公司实现营业收入 27.23 亿元 (同比+34.76%)；实现归母净利润 5.46 亿元 (同比+56.72%)；扣非归母净利润 4.93 亿 (同比增长 58.32%)。**分业务来看：**1) **高端钛合金材料：**实现营收 15.67 亿元 (同比+22.06%)，毛利率同比提升 8.97pct 至 45.9%，高端钛合金出货量持续增加，针对国家重大型号需求，制备的超大规格耐蚀高韧钛合金锻坯性能综合评价较好、产品交付顺利；新安装的连轧设备完成试车和投产；多个牌号大单重丝材正在开展应用评价；高强韧钛合金、高温钛合金锻坯及丝棒材研制任务进展顺利，部分领域已形成小批订货合同。

2) **超导产品：**营收 7.98 亿元 (同比+65.75%)，毛利率同比提升 8.11pct 至 30.8%，Bi 系高温超导线材年产能提升至 2000 千米，实现国内首个 DCT 超导四级铁出口订单，2.5T1000 超大口磁体产品线进一步拓展；3) **高性能高温合金材料：**营收 2.45 亿元 (同比+56.68%)，毛利率同比下降 3.26pct 至 18.1%。通过“两机”、航天型号等用户产品认证，产能和出货量增长迅速；自主设计建成高温合金返回料处理线并投产；超超临界燃煤电站用高温合金已经基本完成应用考核评价；突破燃机用超大规格棒材制备技术，实现燃机方向供货，子公司聚能高温合金净利润同比大幅改善至 1807 万元。

□ **盈利能力显著提升，超导产品预收款较年初大幅增加。** 25H1 公司毛利率大幅提升 6.67 pct 至 38.7%，费用端方面。三项费用率提升 1.25pct 至 6.23%，其中：销售费用发生 0.15 亿 (同比+11.32%)；管理费用发生 1.35 亿 (同比+94.57%)，主要系报告期公司职工薪酬与日常经营费用较同期增加所致；财务费用发生 0.2 亿 (同比+11.45%)。研发费用发生 1.52 亿 (同比-15.18%)。资产负债表方面，合同负债提升至 2.27 亿元，较年初提升 58.94%，主要是由于报告期公司收到超导产品预收款所致。

□ **盈利预测：**考虑到三大业务的顺利进展，上调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 10.15/11.56/13.19 亿元，对应 PE 估值 37/32/28 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **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	5909	6739	7605
同比增长	-2%	11%	28%	14%	13%
营业利润(百万元)	870	1007	1275	1453	1658
同比增长	-30%	16%	27%	14%	14%
归母净利润(百万元)	752	801	1015	1156	1319
同比增长	-30%	6%	27%	14%	14%
每股收益(元)	1.16	1.23	1.56	1.78	2.03
PE	49.5	46.5	36.7	32.2	28.2
PB	5.9	5.6	5.2	4.6	4.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

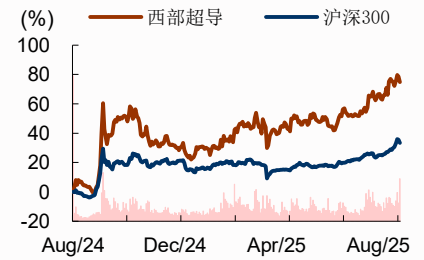
中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：57.36 元

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)	37.3
流通市值 (十亿元)	37.3
每股净资产 (MRQ)	10.5
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	49.2%
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	13	33	78
相对表现	5	20	44



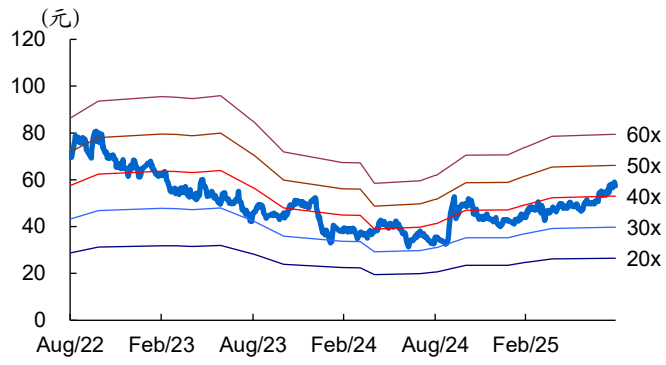
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《西部超导 (688122) —24 年业绩实现稳定增长，25Q1 业绩恢复性高增》2025-05-12
- 2、《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
- 3、《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

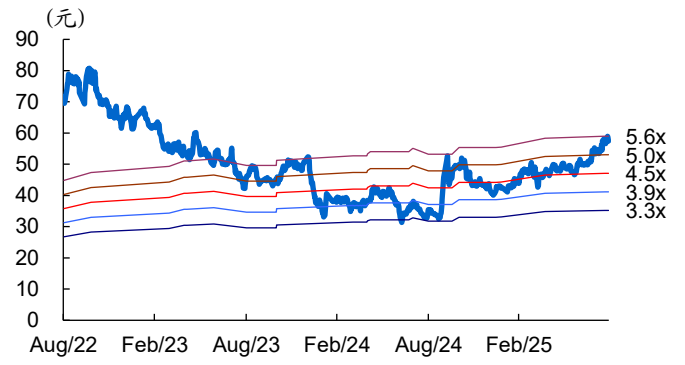
王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
战泳壮 S1090525070011
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

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	11792	13324	14918
现金	1482	1513	401	456	512
交易性投资	1184	862	862	862	862
应收票据	1272	1487	1905	2173	2452
应收款项	2059	2710	3472	3960	4468
其它应收款	3	6	8	9	11
存货	3342	3860	4936	5628	6347
其他	150	162	207	236	266
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	15355	17383	19421
流动负债	3423	4956	6079	7147	8088
短期借款	728	779	2104	2679	3106
应付账款	1857	2653	3392	3867	4362
预收账款	143	144	184	210	236
其他	696	1381	399	391	383
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	7466	8533	9474
股本	650	650	650	650	650
资本公积金	3577	3647	3647	3647	3647
留存收益	2098	2387	2914	3766	4739
少数股东权益	411	583	678	787	911
归属于母公司所有者权益	6325	6684	7211	8063	9036
负债及权益合计	12084	13609	15355	17383	19421

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	162	446	(207)	590	809
净利润	765	876	1110	1265	1443
折旧摊销	142	165	249	307	360
财务费用	66	60	161	193	223
投资收益	(4)	(5)	(192)	(192)	(192)
营运资金变动	(799)	(602)	(1536)	(984)	(1025)
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)	(293)	77	(142)
借款变动	239	(139)	356	575	428
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)	(304)	(347)
其他	(36)	87	(161)	(193)	(223)
现金净增加额	(451)	(11)	(1112)	55	55

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4159	4612	5909	6739	7605
营业成本	2833	3065	3919	4469	5040
营业税金及附加	24	31	40	45	51
营业费用	31	28	36	34	31
管理费用	194	195	226	244	260
研发费用	329	351	432	492	533
财务费用	47	37	161	193	223
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	1275	1453	1658
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	1275	1453	1658
所得税	104	130	165	188	215
少数股东损益	12	75	95	109	124
归属于母公司净利润	752	801	1015	1156	1319

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-2%	11%	28%	14%	13%
营业利润	-30%	16%	27%	14%	14%
归母净利润	-30%	6%	27%	14%	14%
获利能力					
毛利率	31.9%	33.6%	33.7%	33.7%	33.7%
净利率	18.1%	17.4%	17.2%	17.2%	17.3%
ROE	12.2%	12.3%	14.6%	15.1%	15.4%
ROIC	8.9%	9.4%	12.0%	12.3%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	44.3%	46.6%	48.6%	49.1%	48.8%
净负债比率	22.4%	19.4%	19.5%	20.5%	20.6%
流动比率	2.8	2.1	1.9	1.9	1.8
速动比率	1.8	1.4	1.1	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	1.3	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	1.16	1.23	1.56	1.78	2.03
每股经营净现金	0.25	0.69	-0.32	0.91	1.24
每股净资产	9.74	10.29	11.10	12.41	13.91
每股股利	0.70	0.75	0.47	0.53	0.61
估值比率					
PE	49.5	46.5	36.7	32.2	28.2
PB	5.9	5.6	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	43.2	37.8	26.7	23.0	20.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。