

三轮驱动，业绩高速增长

2025 年 08 月 30 日

► **事件：公司发布 2025 年半年报，三轮驱动业绩大超预期。**2025H1，公司实现营业收入 27.23 亿元，同比+34.76%，归母净利润 5.46 亿元，同比+56.72%，扣非归母净利润 4.93 亿元，同比+58.32%。2025Q2，公司实现营业收入 16.49 亿元，环比+53.57%，同比+34.40%；实现归母净利润 3.76 亿元，环比+121.28%，同比+58.05%；实现扣非归母净利润 3.52 亿元，环比+148.42%，同比+60.68%。

► **经营分析：超导产品持续高速增长，高温合金业务放量加速，钛合金业务恢复增长。**1) **超导业务持续高速增长：**25H1 超导产品实现营收 7.98 亿元，同比+66%，主要得益于超导产品产能快速释放、市场占有率不断提升。2) **钛合金恢复增长：**25H1 钛合金实现营收 15.67 亿元，同比+22%，主要得益于公司卡位优异，出货量持续提升。3) **高温合金业务放量加速：**25H1 高温合金实现营收 2.45 亿元，同比+57%，主要得益于高温合金产品通过“两机”、航天型号等用户产品认证，产能和出货量增长迅速；子公司西安聚能高温合金 25H1 实现营收 2.82 亿元，同比增长 83%，净利润 1807 万元，同比由亏损变为盈利。

► **价：公司 2025H1 毛利率为 38.70%，同比+6.67pct；2025Q2，公司毛利率为 40.93%，环比+5.64pct，同比+6.59pct。**分产品毛利率来看，25H1，公司钛合金毛利率为 45.92%，同比+8.97pct；超导产品毛利率为 30.82%，同比+8.11pct；高温合金毛利率为 18.09%，同比-3.26pct。看原材料金属价格，25H1，铌均价约 655.6 元/千克，同比持平；海绵钛均价约 5.54 万元/吨，同比基本持平；镍均价约 12.6 万元/吨，同比-8.5%。

► **减值计提略微拖累业绩。**2025H1 公司减值计提相应减少公司 2025 年半年度合并利润总额 12644.86 万元，其中计提的信用减值损失金额合计 2557.38 万元，计提的资产减值损失金额合计 10087.48 万元。

► **核心看点：**1) 超导产品市场开拓顺利，公司持续开发超导材料和磁体技术在半导体、光伏、医疗及电力等领域的应用，有望持续放量；2) 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，随着未来逐步释放产能，高温合金业绩贡献有望逐步抬升。3) 定增项目加码高温合金+钛合金材料，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 11.32、14.04、16.75 亿元，对应 8 月 29 日股价的 PE 分别为 36/29/24X，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	5,793	7,092	8,521
增长率 (%)	10.9	25.6	22.4	20.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	801	1,132	1,404	1,675
增长率 (%)	6.4	41.4	24.1	19.3
每股收益 (元)	1.23	1.74	2.16	2.58
PE	51	36	29	24
PB	6.1	5.5	5.0	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

62.36 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

相关研究

- 1.西部超导 (688122.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：超导业务持续快速放量，高端钛合金业务加速修复-2025/04/23
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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	5,793	7,092	8,521
营业成本	3,065	3,702	4,555	5,492
营业税金及附加	31	52	64	77
销售费用	28	29	35	43
管理费用	195	284	348	418
研发费用	351	324	397	477
EBIT	1,013	1,532	1,892	2,254
财务费用	37	46	54	65
资产减值损失	-39	-28	-30	-32
投资收益	5	6	7	9
营业利润	1,007	1,463	1,815	2,166
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1,006	1,463	1,815	2,166
所得税	130	220	272	325
净利润	876	1,244	1,543	1,841
归属于母公司净利润	801	1,132	1,404	1,675
EBITDA	1,180	1,723	2,113	2,497

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,513	1,007	356	771
应收账款及票据	4,197	4,729	5,246	5,603
预付款项	52	74	91	110
存货	3,860	4,028	4,213	4,482
其他流动资产	978	946	946	946
流动资产合计	10,600	10,784	10,853	11,912
长期股权投资	191	197	204	213
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	3,329	3,306	3,293
资产合计	13,609	14,113	14,158	15,205
短期借款	779	779	979	979
应付账款及票据	2,653	2,434	2,496	2,558
其他流动负债	1,524	1,605	531	529
流动负债合计	4,956	4,818	4,005	4,065
长期借款	887	776	776	776
其他长期负债	500	491	494	494
非流动负债合计	1,387	1,267	1,270	1,270
负债合计	6,342	6,085	5,275	5,335
股本	650	650	650	650
少数股东权益	583	695	834	999
股东权益合计	7,267	8,029	8,883	9,869
负债和股东权益合计	13,609	14,113	14,158	15,205

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	25.58	22.43	20.15
EBIT 增长率	15.84	51.31	23.46	19.16
净利润增长率	6.44	41.35	24.06	19.30
盈利能力 (%)				
毛利率	33.55	36.10	35.77	35.55
净利率	17.36	19.54	19.80	19.66
总资产收益率 ROA	5.88	8.02	9.92	11.02
净资产收益率 ROE	11.98	15.43	17.45	18.89
偿债能力				
流动比率	2.14	2.24	2.71	2.93
速动比率	1.33	1.37	1.61	1.78
现金比率	0.31	0.21	0.09	0.19
资产负债率 (%)	46.60	43.11	37.26	35.09
经营效率				
应收账款周转天数	214.46	200.00	180.00	160.00
存货周转天数	459.68	400.00	340.00	300.00
总资产周转率	0.36	0.42	0.50	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.74	2.16	2.58
每股净资产	10.29	11.29	12.39	13.65
每股经营现金流	0.69	0.80	1.83	2.40
每股股利	0.75	1.06	1.32	1.57
估值分析				
PE	51	36	29	24
PB	6.1	5.5	5.0	4.6
EV/EBITDA	35.20	24.11	19.66	16.64
股息收益率 (%)	1.20	1.70	2.11	2.52

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	876	1,244	1,543	1,841
折旧和摊销	168	191	222	243
营运资金变动	-670	-1,016	-664	-616
经营活动现金流	446	520	1,189	1,561
资本开支	-352	-465	-188	-222
投资	300	0	0	0
投资活动现金流	-20	-485	-188	-222
股权募资	138	0	0	0
债务募资	-58	17	-898	0
筹资活动现金流	-437	-541	-1,652	-924
现金净流量	-8	-506	-651	415

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。	公司评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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