

国防军工

2025 年 08 月 31 日

西部超导 (688122)

——公司 25H1 业绩符合预期，超导+钛合金+高温合金三大业务齐增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 08 月 29 日

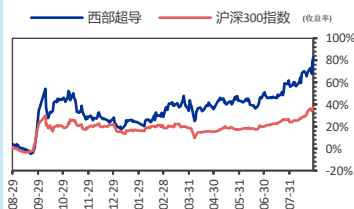
收盘价 (元)	62.36
一年内最高/最低 (元)	63.20/32.62
市净率	5.9
股息率% (分红/股价)	1.20
流通 A 股市值 (百万元)	40,513
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	10.49
资产负债率%	49.22
总股本/流通 A 股 (百万)	650/650
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

田昕 A0230124060003
tianxin@swsresearch.com

联系人

田昕
(8621)23297818x
tianxin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 2025 年半年报。25H1 实现营收 27.23 亿元 (yoy+34.76%)，实现归母净利润 5.46 亿元 (yoy+56.72%)，实现扣非归母净利润 4.93 亿元 (yoy+58.32%)。25Q2 实现营收 16.49 亿元 (yoy+34.4%，qoq+53.6%)，实现归母净利润 3.76 亿元 (yoy+58.1%，qoq+121.3%)，实现扣非归母净利润 3.52 亿元 (yoy+60.7%，qoq+148.4%)，公司 25H1 业绩符合预期。

点评：

- 下游需求增长叠加产能释放，公司 25Q2 营收环比高增。根据公司公告，25Q2 实现营收 16.49 亿元 (yoy+34.4%，qoq+53.6%)。1) 分产品看，高端钛合金出货量持续增加，新应用领域不断取得突破，25H1 高端钛合金需求同比向好，实现营收 15.67 亿元 (yoy+22.1%)；超导产品产能快速释放、市场占有率不断提升，实现营收 7.98 亿元 (yoy+65.8%)；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，实现营收 2.45 亿元 (yoy+56.7%)。2) 分地区看，24H1 境内实现营收 25.86 亿元 (yoy+42.0%)，国外实现营收 1.35 亿元 (yoy-31.5%)。我们分析认为随着超导业务景气度提升，叠加高端钛合金及高温合金业务需求稳定释放，公司全年营收有望持续向好。
- 产品结构调整公司毛利率高增，期间费用率降低带动净利率提升。1) 公司 25H1 毛利率较去年同期增长 6.67pcts 至 38.70%，其中高端钛合金/超导线材/高性能高温合金毛利率分别较去年同期+9.0pcts/+8.1pcts/-3.26pcts 至 45.92%/30.82%/18.09%；2) 公司 25H1 净利率较去年同期增长 4.64pcts 至 22.09%，期间费用率下降 2.04pcts 至 11.82%，其中主要系研发费用率下降 3.29pcts 至 5.59%；此外，25H1 少数股东损益达 0.55 亿元 (yoy+1259.4%)。存货及应收款项维持高位，公司本期计提信用减值损失/资产减值损失分别为 0.26/1.0 亿元，去年同期为 0.14/0.11 亿元。
- 国内高端金属材料核心供应商，市场高景气叠加产能释放助力公司未来加速发展。1) 军机采购稳增+国产大飞机采购提速，我国高端钛合金需求预计稳定释放，行业高壁垒+寡头竞争格局，公司有望持续受益；2) 随着可控核聚变 BEST 等项目建设加速，公司低温及高温超导材料和磁体产业化不断推进，预计相关产品的市场占有率和盈利水平将继续提升，公司实现第二增长曲线。3) 随着国内“两机专项”等政策的推动，我国高温合金行业迎来历史性发展机遇，随着下游需求恢复叠加产能释放，公司高温合金产品有望恢复增长。
- 新增 26-27E 盈利预测并维持“买入”评级。考虑到公司下游需求释放节奏及产品结构调整，我们下调收入增速及毛利率，下调 25E 归母净利润为 10.0 亿元 (原值为 17.45 亿元)，新增 26-27E 年归母净利润为 12.1/14.6 亿元，当前股价对应 PE 为 40/34/28 倍。选取金天钛业 (钛合金)、西部材料 (钛合金) 作为可比公司，25E 平均 PE 为 54X，公司低于行业平均，考虑到公司作为国内钛合金及高温合金核心企业，核心受益于产业链下游高景气，超导材料等业务加速拓展，维持“买入”评级。
- 风险提示：原材料价格波动风险；产品交付不及预期；产能释放不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,612	2,723	5,533	6,810	8,201
同比增长率 (%)	10.9	34.8	20.0	23.1	20.4
归母净利润 (百万元)	801	546	1,001	1,205	1,463
同比增长率 (%)	6.4	56.7	25.0	20.4	21.4
每股收益 (元/股)	1.23	0.84	1.54	1.85	2.25
毛利率 (%)	33.6	38.7	34.9	35.5	36.5
ROE (%)	12.0	8.0	13.9	15.4	17.1
市盈率	51		40	34	28

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,159	4,612	5,533	6,810	8,201
其中：营业收入	4,159	4,612	5,533	6,810	8,201
减：营业成本	2,833	3,065	3,602	4,391	5,210
减：税金及附加	24	31	41	50	61
主营业务利润	1,302	1,516	1,890	2,369	2,930
减：销售费用	31	28	35	44	52
减：管理费用	194	195	249	306	369
减：研发费用	329	351	421	520	627
减：财务费用	47	37	51	70	90
经营性利润	701	905	1,134	1,429	1,792
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-7	-53	-21	-38	-40
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-23	-39	-18	-35	-35
加：投资收益及其他	160	166	157	152	132
营业利润	870	1,007	1,258	1,514	1,849
加：营业外净收入	-2	-1	1	1	1
利润总额	868	1,006	1,258	1,514	1,850
减：所得税	104	130	163	197	249
净利润	765	876	1,095	1,318	1,600
少数股东损益	12	75	94	113	137
归属于母公司所有者的净利润	752	801	1,001	1,205	1,463

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。