



## 业绩表现亮眼，盈利能力改善

### ——西部超导半年报点评报告

2025年08月27日

- **事件：**公司发布 25 年半年报，25H1 营收 27.23 亿（YoY+34.76%），归母净利润 5.46 亿（YoY+56.72%）。
- **2025H1 业绩表现亮眼，三大业务驱动成长：**25H1 营收 27.23 亿（YoY+34.76%），归母净利润 5.46 亿（YoY+56.72%），业绩随高端材料需求提升快速扩容。25Q2 延续增长态势，营收 16.49 亿元（YoY+34.40%，QoQ+53.57%），归母净利润 3.76 亿元（YoY+58.05%，QoQ+121.28%），彰显需求端高景气度，全年业绩表现值得期待。
  - **毛利率持续向好，费用率有所下滑：**上半年综合毛利率 38.70%，同比提升 6.67pct，盈利能力明显改善，与公司产品结构和成本管理有关。期间费用率 11.82%，YoY-2.04pct，其中研发费用率 5.59%，下降幅度最大，为-3.29pct，管理费用率 4.95%，同比增长 1.52%。
  - **分业务看，超导产品交付持续增加，产能快速释放，**25H1 营收 7.98 亿元，较同期增长 65.75%；**高端钛合金**出货量持续增加，营收 15.67 亿元，较同期增长 22.06%；**高性能高温合金**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，为全年业绩提升奠定坚实基础，25H1 营收 2.45 亿元，较同期增长 56.68%。
  - **合同负债大幅提升：**25H1 合同负债 2.27 亿元，较上年同期末增长 58.94%，或因需求修复带动订单回暖。
- **现金流改善，存货水平高企：**经营活动现金流净额 2.04 亿，同比增长 77.73%，销售回款增加是主因。公司 2025H1 存货余额 41.6 亿，较上年同期末增长 7.7%。其中在产品 15.6 亿（较上年同期末+17.7%），发出商品 6.8 亿（+61.0%）。我们认为主动和被动存货皆存，公司一方面为下游客户随时的提货需求做准备，另一方面，客户收入确认周期有所拉长，导致存货周转节奏放缓。
- **三大业务齐头并进，强化高端材料龙头优势。**高端钛合金板块，新应用领域材料研发持续突破，国家重大型号超大规格耐蚀高韧钛合金锻坯产品交付顺利；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。**超导业务方面**，订单持续增加，高性能线材产能释放，公司 Bi 系高温超导线材批量化（单根千米级，产能 2000 千米/年）；国内首个 DCT 超导四级铁出口获高认可，新型 MCZ 磁体性能提升，国内用户持续加大订货，2.5T1000 超大口径磁体发货，进一步拓展产品线。**高温合金方面**，返回料处理技术突破，产能和出货量增长迅速，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。
- **投资建议：**公司需求回归高景气周期，三大业务持续放量，我们看好公司 25 年的业绩增长表现。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.07/12.53/15.67 亿元，EPS 分别为 1.55/1.93/2.41 元，当前股价对应 PE 分别为 37/30/24 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求不及预期的风险；毛利率下降的风险。

#### 西部超导（688122.SH）

推荐 维持评级

#### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

#### 市场数据

2025-08-27

股票代码	688122.SH
A 股收盘价(元)	57.36
总股本(亿股)	6.50
总市值(亿元)	372.65
实际流通 A 股(亿股)	6.50
流通 A 股市值(亿元)	372.65

#### 相对沪深 300 表现图

2025-08-27



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

#### 相关研究

表1: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	46.12	55.52	66.24	75.97
收入增长率 (%)	10.91	20.38	19.31	14.68
归母净利润 (亿元)	8.01	10.07	12.54	15.68
净利润增速 (%)	6.44	25.72	24.59	25.02
毛利率 (%)	33.55	32.90	32.50	32.50
摊薄 EPS (元)	1.23	1.55	1.93	2.41
PE	46.54	37.01	29.71	23.76
PB	5.58	5.26	4.92	4.55
PS	8.08	6.71	5.63	4.91

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表2: 公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	<b>106.00</b>	<b>117.36</b>	<b>126.91</b>	<b>137.89</b>
现金	15.13	25.89	36.42	48.54
应收账款	27.10	48.24	45.54	46.18
其它应收款	0.06	0.77	0.92	1.06
预付账款	0.52	0.56	0.67	0.77
存货	38.60	30.84	31.92	29.77
其他	24.58	11.06	11.44	11.58
非流动资产	30.09	29.22	27.85	26.18
长期投资	1.91	1.94	1.97	1.97
固定资产	20.62	18.63	16.58	14.52
无形资产	3.28	3.16	3.03	2.80
其他	4.28	5.49	6.27	6.88
资产总计	<b>136.09</b>	<b>146.58</b>	<b>154.76</b>	<b>164.07</b>
流动负债	<b>49.56</b>	<b>55.28</b>	<b>57.63</b>	<b>59.89</b>
短期借款	7.79	8.04	8.32	8.32
应付账款	18.65	16.87	15.40	14.67
其他	23.12	30.37	33.92	36.91
非流动负债	13.87	13.85	13.90	13.90
长期借款	8.87	8.92	8.97	8.97
其他	5.00	4.93	4.93	4.93
负债合计	<b>63.42</b>	<b>69.13</b>	<b>71.53</b>	<b>73.79</b>
少数股东权益	5.83	6.64	7.52	8.43
归属母公司股东权益	66.84	70.81	75.71	81.85
负债和股东权益	<b>136.09</b>	<b>146.58</b>	<b>154.76</b>	<b>164.07</b>

现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	<b>4.46</b>	<b>18.68</b>	<b>19.51</b>	<b>22.90</b>
净利润	8.76	10.88	13.40	16.58
折旧摊销	1.68	2.38	2.38	2.38
财务费用	0.60	0.64	0.65	0.65
投资损失	-0.05	-0.06	-0.13	-0.15
营运资金变动	-6.70	5.11	3.38	3.56
其它	0.18	-0.28	-0.17	-0.12
投资活动现金流	<b>-0.20</b>	<b>-1.49</b>	<b>-1.04</b>	<b>-0.60</b>
资本支出	-3.52	-1.10	-0.92	-0.65
长期投资	3.00	-0.15	-0.15	-0.05
其他	0.32	-0.24	0.03	0.10
筹资活动现金流	<b>-4.37</b>	<b>-6.43</b>	<b>-7.94</b>	<b>-10.19</b>
短期借款	0.51	0.25	0.28	0.00
长期借款	-6.48	0.05	0.05	0.00
其他	1.60	-6.73	-8.27	-10.19
现金净增加额	<b>-0.08</b>	<b>10.76</b>	<b>10.53</b>	<b>12.12</b>

资料来源: 中国银河证券研究院预测

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	46.12	55.52	66.24	75.97
营业成本	30.65	37.26	44.71	51.28
营业税金及附加	0.31	0.33	0.33	0.38
营业费用	0.28	0.33	0.36	0.40
管理费用	1.95	2.29	2.69	2.81
财务费用	0.37	0.41	0.26	0.11
资产减值损失	-0.39	-0.10	-0.15	-0.18
公允价值变动收益	0.26	0.15	0.17	0.18
投资净收益	0.05	0.06	0.13	0.15
营业利润	10.07	12.51	15.40	19.06
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.06	12.51	15.40	19.06
所得税	1.30	1.63	2.00	2.48
净利润	8.76	10.88	13.40	16.58
少数股东损益	0.75	0.82	0.87	0.91
归属母公司净利润	8.01	10.07	12.53	15.67
EBITDA	11.80	15.30	18.05	21.55
EPS (元)	1.23	1.55	1.93	2.41

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10.91%	20.38%	19.31%	14.68%
营业利润	15.68%	24.30%	23.26%	23.70%
归属母公司净利润	6.44%	25.72%	24.59%	25.02%
毛利率	33.55%	32.90%	32.50%	32.50%
净利率	17.36%	18.13%	18.94%	20.64%
ROE	11.98%	14.21%	16.56%	19.15%
ROIC	8.89%	10.65%	12.20%	14.04%
资产负债率	46.60%	47.57%	46.62%	45.36%
净负债比率	15.72%	1.44%	-10.92%	-23.50%
流动比率	2.14	2.10	2.18	2.28
速动比率	1.33	1.53	1.61	1.76
总资产周转率	0.36	0.39	0.44	0.47
应收账款周转率	1.93	1.47	1.41	1.66
应付账款周转率	2.01	2.10	2.77	3.41
每股收益	1.23	1.55	1.93	2.41
每股经营现金	0.69	2.86	3.01	3.53
每股净资产	10.29	10.90	11.66	12.60
P/E	46.54	37.01	29.71	23.76
P/B	5.58	5.26	4.92	4.55
EV/EBITDA	24.54	24.43	20.15	16.31
PS	8.08	6.71	5.63	4.91

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：**制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森：**军工行业分析师。证券从业 5 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn