

2025 年 08 月 28 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

西部超导（688122）

2025H1 点评：Q2 盈利创历史新高，三大业务发展步入快车道

业绩概要：公司 2025H1 实现营业收入 27.23 亿元（+34.76%），实现归母净利润 5.46 亿元（+56.72%），扣非后归母净利润为 4.93 亿元（+58.32%），对应基本 EPS 为 0.84 元。其中，公司 Q2 实现营收 16.49 亿元（同比+34.40%，环比+53.57%），归母净利润 3.76 亿元（同比+58.05%，环比+121.28%），单季度盈利创历史新高，单季度基本 EPS 为 0.58 元。

三大业务规模均实现较快增长：2025H1 公司在超导产品、高端钛合金及高性能高温合金三大业务领域均取得优异成绩。在面对市场竞争加剧、技术发展快速迭代的局面下，依然保障了重点产品的交付并积极开拓国内外新市场。分产品来看，①**高端钛合金材料**实现收入 15.67 亿元（+22.06%），主要由于高端钛合金出货量持续增加，面向新应用领域的钛合金材料和制备技术研发不断取得突破；②**超导产品**实现收入 7.99 亿元（+65.75%），主要由销量增长所贡献，国内用户持续加大对新型 MCZ 超导磁体的订货。报告期内，公司超导产品产能快速释放、市场占有率不断提升，行业地位进一步巩固，并形成了 Bi 系高温超导线材批量化制备能力，线材单根长度可达千米量级，年产能达到 2000 千米；③**高性能高温合金**实现营收 2.45 亿元（+56.68%），主要得益于产品通过“两机”、航天型号等用户产品认证，产能和出货量增长迅速。同时，公司突破高温合金返回料处理技术，自主设计建成高温合金返回料处理线并投产。

Q2 盈利性大幅提振，盈利创历史新高：2025H1 公司毛利率/净利率分别为 38.70%/22.09%（分别同比+6.67pcts/+4.64pcts），推测盈利性大幅改善主要得益于下游航空需求恢复带动了具备高附加值的钛合金产品销量同比抬升，从而帮助优化了产品结构。分业务来看，钛合金/超导线材/高性能高温合金毛利率分别为 45.92%/30.82%/18.09%，分别同比+8.97pcts/+8.11pcts/-3.26pcts，推测钛合金业务毛利率提升较多主要得益于订单节奏的恢复，超导线材毛利率提升主要得益于规模效应显现。2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 40.93%/25.15%（分别环比+5.64pcts/+7.76pcts），毛利率环比提升较多主要得益于具备高附加值的钛合金产品盈利占比提升，净利率环比增幅较大主要系 Q2 公司信用减值损失减少 4265 万元。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 08 月 28 日

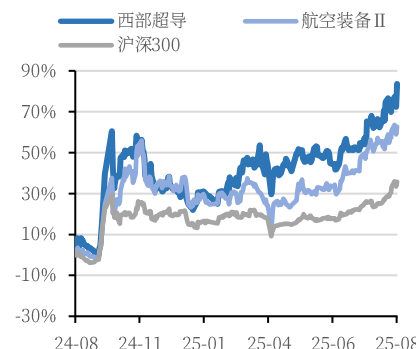
收盘价(元):

61.08

公司基本数据

总股本(百万股)	649.66
总市值(百万)	39,681.51
流通股本(百万股)	649.66
流通市值(百万)	39,681.51
12 月最高/最低价(元)	61.66/32.62
资产负债率(%)	49.22
每股净资产(元)	10.49
市盈率(TTM)	39.74
市净率(PB)	5.83
净资产收益率(%)	8.02

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2024 年报&2025Q1 点评：超导业务放量显著，期待航空需求提振 —2025-05-05

2024Q3 点评：业务发展稳固，Q3 盈利性延续改善势头 —2024-11-03

2024H1 点评：Q2 业绩环比增长超预期 —2024-09-03

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

财务数据：2025H1，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 77.73%至 2.04 亿元，主要由于报告期内销售回款同比增长所致；公司筹资活动产生的现金流量净额同比增长 101.43%至 3.52 亿元，主要由于公司融资净额较去年同期增加所致；公司合同负债同比上年期末增长 58.94%至 2.27 亿元，主要系收到超导产品预收款所致。整体来看，公司的销售回款和合同负债得到了较好的回暖和改善，有利于业务持续稳定向好发展。

产能规模奠定未来成长空间：①“航空航天用高性能金属材料产业化项目”已于 2024 年 12 月达到可使用状态，共计增加 5050 吨钛合金及 1500 吨高温合金年产能；②“高性能超导线材产业化项目”已于 2024 年 4 月达到可使用状态，超导线材年产能已达到 2000 余吨；③截止 2025H1，“陕西省航空特种金属材料创新中心”、“超导产业创新中心”、“超导线材研发生产基地建设项目”的工程累计投入比例分别为 51.89%、24.17%、23.18%。当前公司钛合金、超导线材、高温合金产品年产能已分别达到 1 万余吨、2000 余吨和 6000 吨，产能规模和竞争力提升下公司未来成长空间无虞。

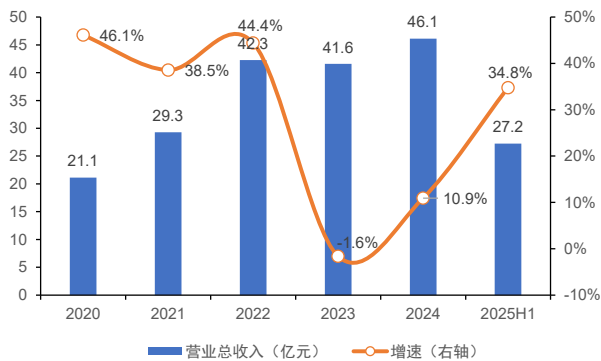
投资建议：国内“两机”、航天装备的快速放量为公司的高端钛合金、高性能高温合金业务提供了稳固的增量基础，叠加低温超导业务的订单饱满和 Bi 系高温超导的产业化落地，超导业务规模已步入快车道，未来三大业务的协同发展将凸显公司的成长属性。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 56.0/66.3/74.9 亿元，同比增长 21.4%/18.3%/13.0%，实现归母净利润分别为 10.8/12.9/14.7 亿元，同比增长 35.3%/19.0%/14.4%，对应 PE 37X/31X/27X。维持“买入”评级。

风险提示：原料价格大幅波动、募投项目进程不及预期、终端需求不及预期等。

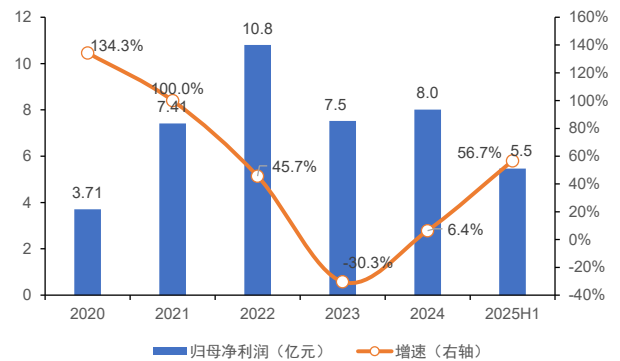
盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,159	4,612	5,600	6,626	7,486
增速（%）	-1.62%	10.91%	21.42%	18.31%	12.97%
归母净利润（百万元）	752	801	1,083	1,289	1,474
增速（%）	-30.34%	6.44%	35.29%	18.99%	14.35%
每股收益（元）	1.16	1.23	1.67	1.98	2.27
市盈率（倍）	52.74	49.55	36.63	30.78	26.92

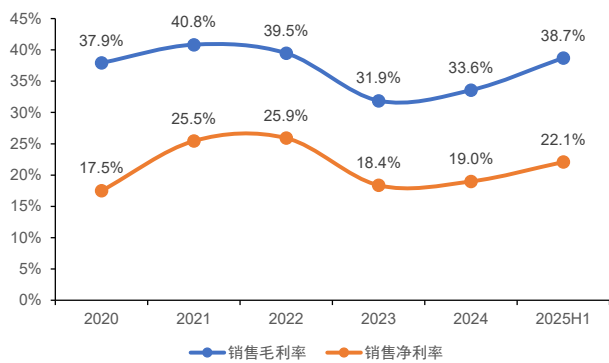
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入及增速


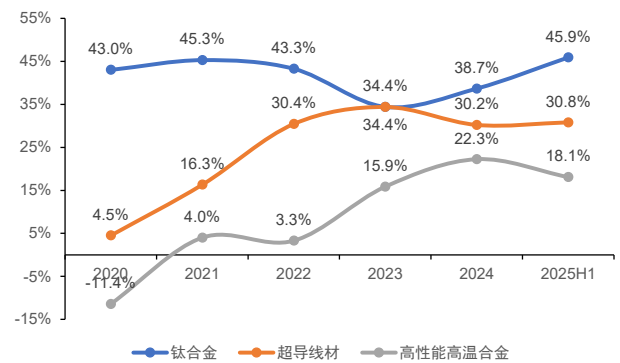
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速


资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 分业务毛利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	1649.0	1073.8	1377.4	1214.7	1226.9	793.6	1070.7	976.2
营业成本(百万元)	974.1	694.9	928.9	762.7	805.5	567.7	770.4	632.9
销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	1.2%	0.6%
管理费用率	4.2%	6.1%	4.3%	5.5%	3.6%	3.1%	7.7%	4.7%
财务费用率	0.6%	1.0%	0.2%	1.3%	0.5%	1.5%	1.5%	1.4%
研发费用率	6.5%	4.2%	8.6%	4.3%	8.0%	10.3%	11.3%	8.0%
资产减值损失(百万元)	-63.0	-37.9	-19.6	-7.9	-9.0	-2.4	-2.2	-6.2
利润总额(百万元)	463.4	213.8	267.7	337.1	280.1	121.0	177.0	198.2
所得税费用(百万元)	48.7	27.1	44.5	37.0	35.6	13.0	22.2	20.3
净利润(百万元)	414.8	186.7	223.2	300.2	244.6	108.0	154.8	177.9
EPS (元)	0.58	0.26	0.30	0.39	0.37	0.17	0.26	0.25
毛利率	40.9%	35.3%	32.6%	37.2%	34.3%	28.5%	28.0%	35.2%
期间费用率	11.8%	11.9%	13.6%	11.7%	12.7%	15.6%	21.6%	14.8%
所得税率	10.5%	12.7%	16.6%	11.0%	12.7%	10.7%	12.6%	10.3%
净利润率	25.2%	17.4%	16.2%	24.7%	19.9%	13.6%	14.5%	18.2%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2111.95	1482.41	1512.86	560.04	662.61	1345.14	营业收入	4227.18	4158.78	4612.47	5600.40	6626.09	7485.70
应收票据及账款	3441.47	3344.25	4221.91	5063.38	5627.64	5742.45	营业成本	2559.47	2833.24	3064.82	3512.46	4142.00	4652.64
预付账款	34.24	43.72	52.49	61.37	72.61	82.04	税金及附加	28.92	23.50	30.93	39.20	46.38	52.40
其他应收款	3.53	2.92	6.40	7.67	9.08	10.25	销售费用	43.53	30.50	27.91	33.60	39.76	44.91
存货	2380.12	3342.30	3859.79	4426.67	4879.62	5353.72	管理费用	165.21	194.45	194.75	280.02	331.30	374.28
其他流动资产	1194.78	1277.57	946.63	1002.49	1021.26	1036.99	研发费用	254.29	329.45	350.89	392.03	463.83	524.00
流动资产总计	9166.09	9493.16	10600.08	11121.62	12272.81	13570.59	财务费用	31.74	46.57	36.65	64.34	47.16	33.98
长期股权投资	153.68	187.90	191.29	193.29	195.29	197.29	资产减值损失	-14.52	-22.99	-38.82	-44.80	-53.01	-59.89
固定资产	1158.89	1409.56	2065.09	2160.29	2404.12	2788.49	信用减值损失	-20.37	-7.15	-52.98	-56.00	-66.26	-74.86
在建工程	220.97	536.41	231.91	530.09	658.11	619.45	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	179.37	291.38	327.70	306.42	311.80	303.85	投资收益	-4.47	4.35	5.09	2.00	2.00	2.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	28.66	38.74	25.77	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	426.86	165.75	193.24	235.10	240.21	244.39	资产处置收益	-0.07	-0.16	0.01	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	2139.78	2590.99	3009.23	3425.19	3809.53	4153.48	其他收益	104.27	156.20	160.93	150.00	150.00	150.00
资产总计	11305.86	12084.15	13609.31	14546.81	16082.34	17724.07	营业利润	1237.52	870.06	1006.51	1360.94	1619.39	1851.74
短期借款	981.89	727.65	778.59	332.90	3.61	0.00	营业外收入	0.88	3.18	1.03	2.00	2.00	2.00
应付票据及账款	1736.69	1857.26	2652.58	2886.96	3234.16	3314.21	营业外支出	0.76	5.09	1.63	2.00	2.00	2.00
其他流动负债	687.28	838.51	1524.42	1684.71	1987.20	2209.76	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3405.86	3423.42	4955.59	4904.56	5224.98	5523.97	利润总额	1237.63	868.15	1005.92	1360.94	1619.39	1851.74
长期借款	1180.15	1553.32	907.18	898.65	832.53	710.18	所得税	142.18	103.57	129.94	175.83	209.23	239.24
其他非流动负债	358.58	371.19	479.71	400.00	400.00	400.00	净利润	1095.45	764.57	875.98	1185.11	1410.17	1612.50
非流动负债合计	1538.73	1924.52	1386.90	1298.65	1232.53	1110.18	少数股东损益	15.46	12.20	75.19	101.68	120.99	138.35
负债合计	4944.59	5347.93	6342.49	6203.22	6457.50	6634.16	归属母公司股东净利润	1079.99	752.37	800.79	1083.43	1289.17	1474.14
股本	464.05	649.66	649.66	649.66	649.66	649.66	EBITDA	1393.39	1056.60	1207.09	1597.64	1871.21	2130.76
资本公积	3731.12	3576.87	3647.39	3647.39	3647.39	3647.39	NOPLAT	1098.13	773.30	885.96	1214.14	1424.24	1615.09
留存收益	1801.37	2098.24	2387.00	3362.08	4522.34	5849.06	EPS(元)	1.66	1.16	1.23	1.67	1.98	2.27
归属母公司权益	5996.54	6324.78	6684.05	7659.13	8819.39	10146.12	主要财务比率						
少数股东权益	364.74	411.44	582.77	684.46	805.45	943.80	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	6361.28	6736.21	7266.82	8343.59	9624.84	11089.92	成长能力						
负债和股东权益合计	11305.86	12084.15	13609.31	14546.81	16082.34	17724.07	营收增长率	44.41%	-1.62%	10.91%	21.42%	18.31%	12.97%
现金流量表							营业利润增长率	45.21%	-29.69%	15.68%	35.21%	18.99%	14.35%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	44.94%	-27.94%	13.98%	36.71%	16.93%	13.15%
税后经营利润	1095.45	764.57	875.98	1025.75	1250.81	1453.14	EBITDA增长率	41.46%	-24.17%	14.24%	32.35%	17.12%	13.87%
折旧与摊销	124.01	141.88	164.52	172.36	204.66	245.05	归母净利润增长率	45.65%	-30.34%	6.44%	35.29%	18.99%	14.35%
财务费用	31.74	46.57	36.65	64.34	47.16	33.98	经营现金流增长率	31.22%	-46.37%	177.24%	-16.54%	238.90%	25.19%
投资损失	4.47	-4.35	-5.09	-2.00	-2.00	-2.00	盈利能力						
营运资金变动	-988.51	-795.81	-670.29	-1041.83	-398.92	-312.64	毛利率	39.45%	31.87%	33.55%	37.28%	37.49%	37.85%
其他经营现金流	30.92	7.01	41.47	151.32	152.00	152.00	净利率	25.91%	18.38%	18.99%	21.16%	21.28%	21.54%
经营性现金净流量	298.09	159.88	443.24	369.94	1253.71	1569.52	营业利润率	29.28%	20.92%	21.82%	24.30%	24.44%	24.74%
资本支出	591.59	396.65	243.86	666.71	587.00	587.00	ROE	18.01%	11.90%	11.98%	14.15%	14.62%	14.53%
长期投资	-1079.65	-17.42	299.80	0.00	0.00	0.00	ROA	9.55%	6.23%	5.88%	7.45%	8.02%	8.32%
其他投资现金流	-38.98	30.67	-76.34	-29.14	7.36	7.36	ROIC	24.48%	13.69%	13.13%	17.30%	16.45%	16.93%
投资性现金净流量	-1710.21	-383.40	-20.41	-695.85	-579.64	-579.64	估值倍数						
短期借款	-19.30	-254.24	50.95	-445.69	-329.29	-3.61	P/E	36.74	52.74	49.55	36.63	30.78	26.92
长期借款	734.49	373.18	-646.14	-8.53	-66.13	-122.34	P/S	9.39	9.54	8.60	7.09	5.99	5.30
普通股增加	0.00	185.62	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.62	6.27	5.94	5.18	4.50	3.91
资本公积增加	13.21	-154.25	70.52	0.00	0.00	0.00	股息率	1.17%	1.15%	1.23%	0.27%	0.32%	0.37%
其他筹资现金流	14.49	-379.16	87.73	-172.68	-176.08	-181.39	EV/EBIT	34.34	38.27	27.01	28.54	24.24	21.12
筹资性现金净流量	742.88	-228.85	-436.94	-626.90	-571.50	-307.34	EV/EBITDA	31.29	33.13	23.32	25.46	21.59	18.69
现金流量净额	-663.14	-450.64	-10.91	-952.82	102.57	682.53	EV/NOPLAT	39.70	45.27	31.78	33.50	28.37	24.66

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中国航空工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637