



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月17日

基础数据

09月16日收盘价(元)	57.10
总市值(亿元)	370.96
总股本(亿股)	6.50

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证军工】西部超导: 2024年营收业绩稳步增长, 2025Q1增速显著提升-2025.06.03

分析师: 石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师: 李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师: 周登科

S0190525060003
zhou dengke@xyzq.com.cn

西部超导(688122.SH)

三主业齐头并进, 利润率显著恢复

投资要点:

- 公司发布 2025 年半年报: 实现营收 27.23 亿元, 同比增长 34.76%; 归母净利润 5.46 亿元, 同比增长 56.72%; 扣非后归母净利润 4.93 亿元, 同比增长 58.32%; 基本每股收益 0.84 元, 同比增长 56.73%。2025Q2 实现营收 16.49 亿元, 同比增长 34.40%, 环比增长 53.57%; 归母净利润 3.76 亿元, 同比增长 58.05%, 环比增长 121.28%。
- 毛利率、净利率增加。2025 年上半年, 公司整体毛利率为 38.70%, 同比增长 6.67pct; 净利率为 20.06%, 同比增长 2.81pct。2025Q2, 公司毛利率 40.93%, 同比增长 6.58pct, 环比增长 5.64pct; 净利率 22.81%, 同比增长 3.41pct, 环比增长 6.98pct。
- 高端钛合金毛利率显著增加。2025 年上半年, 高端钛合金材料实现收入 15.67 亿元, 同比增长 22.06%, 毛利率为 45.92%, 同比增长 8.97pct。
- 超导产品收入增长, 毛利率增加。2025 年上半年, 超导产品实现收入 7.98 亿元, 同比增长 65.75%, 毛利率为 30.82%, 同比增长 8.11pct。2025 年上半年, 子公司聚能线材实现营收 3.39 亿元, 同比增长 226.21%, 净利润为 1.03 亿元, 同比增长 615.57%。
- 高温合金收入增加, 毛利率同比下降。2025 年上半年, 高性能高温合金材料实现收入 2.45 亿元, 同比增长 56.68%, 毛利率为 18.09%, 同比减少 3.26pct。2025 年上半年, 子公司聚能高合实现营收 2.82 亿元, 同比增长 83.44%, 净利润为 1807.26 万元, 扭亏为盈, 2024 年上半年为-1323.52 万元。
- 期间费用率减少。2025 年上半年, 公司期间费用总额 3.22 亿元, 同比增长 14.94%, 期间费用占营收比重 11.82%, 同比减少 2.04pct。
- 经营活动产生的现金流大幅增长。2025 年上半年, 公司经营活动产生的现金流净额 2.04 亿元, 同比增长 77.73%。
- 应收账款增长。截至 2025 上半年末, 公司应收账款 32.95 亿元, 较年初增长 21.57%, 同比增长 19.46%。
- 存货发出商品大幅增长。截至 2025 上半年末, 公司存货 41.57 亿元, 较年初增长 7.70%, 同比增长 20.48%。其中发出商品 6.65 亿元, 较年初增长 62.60%。
- 我们根据最新财报调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.17/12.45/14.50 亿元, EPS 分别为 1.57/1.92/2.23 元, 对应 9 月 16 日收盘价 PE 为 36.5/29.8/25.6 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求节奏不及预期; 海绵钛价格大幅波动; 产品价格调整。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4612	5541	6510	7613
同比增长	10.9%	20.1%	17.5%	16.9%
归母净利润(百万元)	801	1017	1245	1450
同比增长	6.4%	27.0%	22.4%	16.4%
毛利率	33.6%	34.0%	33.5%	32.9%
ROE	12.0%	14.3%	16.4%	17.8%
每股收益(元)	1.23	1.57	1.92	2.23
市盈率	46.3	36.5	29.8	25.6

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

- 公司发布 2025 年半年报：实现营收 27.23 亿元，同比增长 34.76%；归母净利润 5.46 亿元，同比增长 56.72%；扣非后归母净利润 4.93 亿元，同比增长 58.32%；基本每股收益 0.84 元，同比增长 56.73%。

点评

- 营业收入、业绩大幅增长

2025 年上半年，公司实现营收 27.23 亿元，同比增长 34.76%；归母净利润 5.46 亿元，同比增长 56.72%；扣非后归母净利润 4.93 亿元，同比增长 58.32%。

2025Q2 实现营收 16.49 亿元，同比增长 34.40%，环比增长 53.57%；归母净利润 3.76 亿元，同比增长 58.05%，环比增长 121.28%。

图1、2021H1-2025H1 营收及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021H1-2025H1 年归母净利润及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、近年来分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2022	Q1	40.76	8.87	20.99%	2.15	19.91%
	Q2	42.64	11.97	28.31%	3.37	31.24%
	Q3	38.16	11.83	27.98%	3.06	28.34%
	Q4	35.87	9.61	22.72%	2.22	20.52%
2023	Q1	36.49	9.22	22.18%	2.08	27.68%
	Q2	29.03	11.90	28.60%	2.13	28.29%
	Q3	35.17	9.76	23.47%	1.61	21.46%
	Q4	28.05	10.71	25.75%	1.70	22.57%
2024	Q1	28.46	7.94	17.20%	1.10	13.80%

	Q2	34.34	12.27	26.60%	2.38	29.72%
	Q3	37.21	12.15	26.33%	2.55	31.86%
	Q4	32.56	13.77	29.86%	1.97	24.62%
2025	Q1	35.29	10.74	-	1.70	-
	Q2	40.93	16.49	-	3.76	-

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

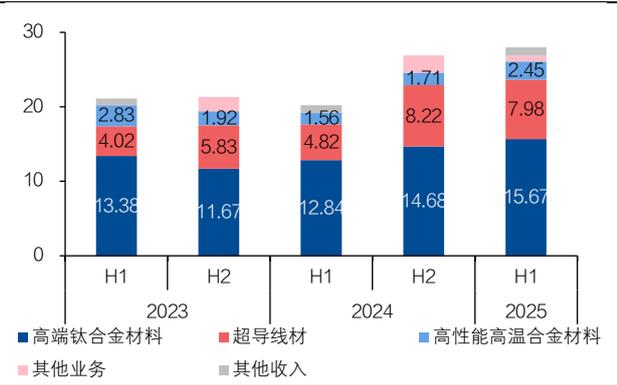
● **高端钛合金、超导产品、高温合金均实现增长**

高端钛合金收入增长，毛利率显著增加。2025 年上半年，高端钛合金材料实现收入 15.67 亿元，同比增长 22.06%，毛利率为 45.92%，同比增长 8.97pct。公司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。

超导产品收入增长，毛利率增加。2025 年上半年，超导产品实现收入 7.98 亿元，同比增长 65.75%，毛利率为 30.82%，同比增长 8.11pct。公司围绕 Bi 系高温超导线材的基础科学问题、关键制备技术和产业化试制方面开展了系统的研究工作，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，产能达到 2000 千米/年；完成国内首个 DCT 形式超导四级铁出口订单，性能获得高度认可；研发的新型 MCZ 超导磁体性能得到进一步提升，国内用户持续加大订货；2.5T1000 超大口径磁体实现发货，进一步拓展了大口径高场超导磁体产品线。2025 年上半年，子公司聚能线材实现营收 3.39 亿元，同比增长 226.21%，净利润为 1.03 亿元，同比增长 615.57%。

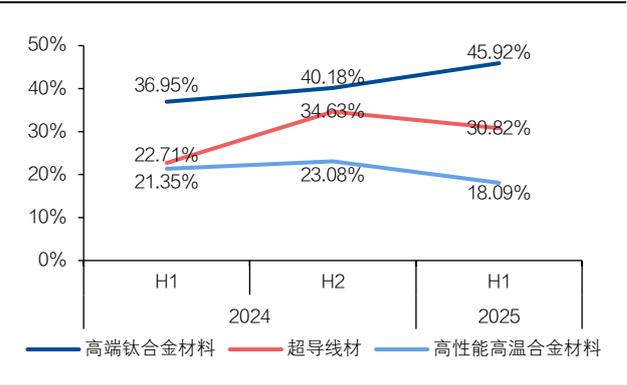
高温合金收入增加，毛利率同比下降。2025 年上半年，高性能高温合金材料实现收入 2.45 亿元，同比增长 56.68%，毛利率为 18.09%，同比减少 3.26pct。高温合金产品通过“两机”、航天型号等用户产品认证，产能和出货量增长迅速。突破高温合金返回料处理技术，自主设计建成高温合金返回料处理线并投产；突破了航空结构件和紧固件用某高强钢各尺寸规格棒材稳定性控制技术，性能匹配良好、实现供货；超超临界燃煤电站用高温合金已经基本完成应用考核评价；突破燃机用超大规格棒材制备技术，实现燃机方向供货。2025 年上半年，子公司聚能高合实现营收 2.82 亿元，同比增长 83.44%，净利润为 1807.26 万元，扭亏为盈，2024 年上半年为-1323.52 万元。

图3、2023-2025H1 分产品营收 (亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2024-2025H1 分产品毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

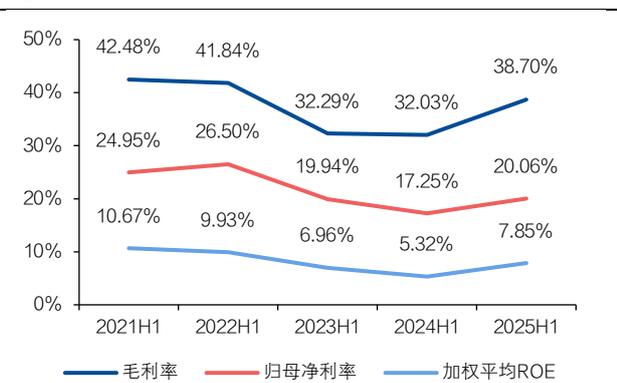
● 毛利率、净利率同比增加

2025年上半年,公司整体毛利率为38.70%,同比增长6.67pct;净利率为20.06%,同比增长2.81pct。2025Q2,公司毛利率40.93%,同比增长6.58pct,环比增长5.64pct;净利率22.81%,同比增长3.41pct,环比增长6.98pct。

● 期间费用率减少

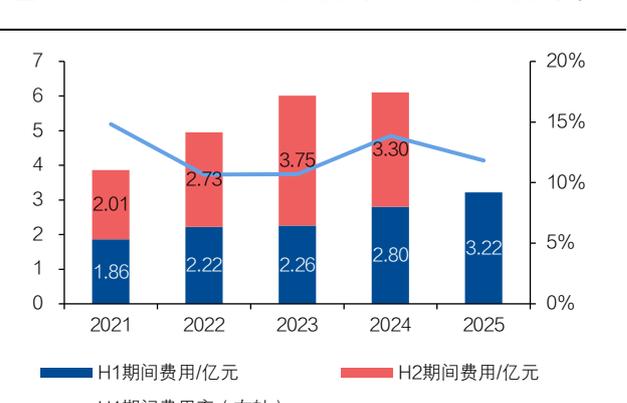
2025年上半年,公司期间费用总额3.22亿元,同比增长14.94%,期间费用占营收比重11.82%,同比减少2.04pct;其中,销售费用1467.26万元,同比增长11.32%,占营业收入的0.54%,同比减少0.11pct;管理费用1.35亿元,同比增长94.57%,占营业收入的4.95%,同比增长1.52pct,主要是由于公司职工薪酬与日常经营费用较2024年上半年增加所致;财务费用2026.78万元,同比增长11.45%,占营业收入的0.74%,同比减少0.16pct;研发费用1.52亿元,同比减少15.18%,占营业收入的5.59%,同比减少3.29pct。

图5、2021H1-2025H1 毛利率、净利率及加权平均ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025H1 期间费用及 H1 期间费用率

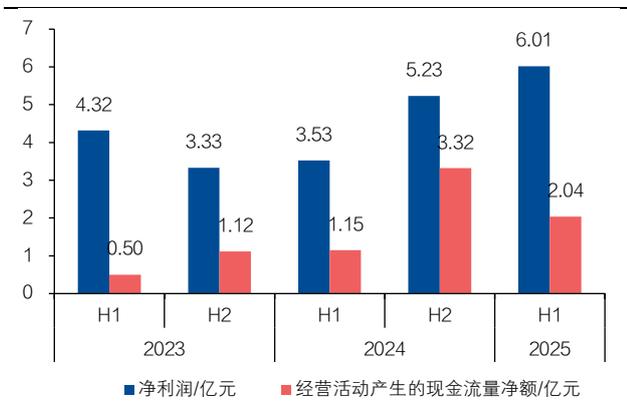


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流大幅增长

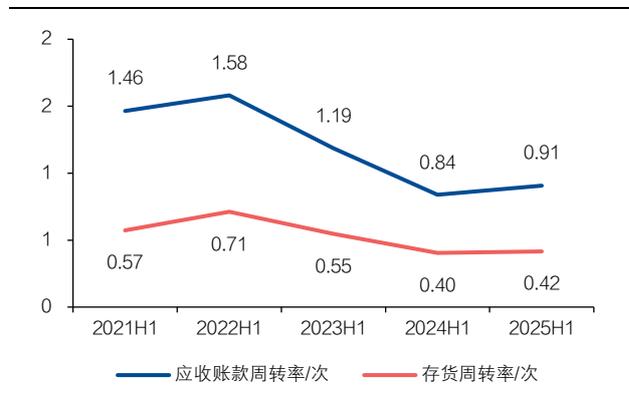
2025 年上半年，公司经营活动产生的现金流净额 2.04 亿元，同比增长 77.73%，主要是由于公司销售回款较 2024 年上半年增加所致；投资活动产生的现金流量净额 0.09 亿元，同比减少 75.14%，主要是由于 2024 年上半年公司理财到期金额较大所致；筹资活动产生的现金流量 3.52 亿元，同比增长 101.43%，主要是由于公司融资净额较 2024 年上半年增加所致。

图7、2023-2025H1 净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2021H1-2025H1 应收账款及存货周转率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款增长，存货发出商品增长

截至 2025 上半年末，公司应收账款 32.95 亿元，较年初增长 21.57%，同比增长 19.46%；应收账款周转率 0.91 次，同比增加 0.07 次；应收票据 11.64 亿元，较年初减少 21.75%，同比增加 23.51%。

截至 2025 上半年末，公司合同负债 2.27 亿元，较 2025 年初增长 58.94%，同比减少 22.36%，主要是由于报告期公司收到超导产品预收款所致。

截至 2025 上半年末，公司存货 41.57 亿元，较年初增长 7.70%，同比增长 20.48%；存货周转率 0.42 次，同比增加 0.01 次。其中原材料 5.33 亿元，较年初减少 7.70%，在产品 9.83 亿元，较年初增长 20.73%，自制半成品 6.21 亿元，较年初增长 12.35%，库存商品 13.55 亿元，较年初减少 10.06%，发出商品 6.65 亿元，较年初增长 62.60%。

- 盈利预测与投资建议

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.17/12.45/14.50 亿元，EPS 分别为 1.57/1.92/2.23 元，对应 9 月 16 日收盘价 PE 为 36.5/29.8/25.6 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

下游需求节奏不及预期；海绵钛价格大幅波动；产品价格调整。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10600	12139	13239	14542
货币资金	1513	1798	1256	636
交易性金融资产	862	872	882	892
应收票据及应收账款	4197	4705	5504	6428
预付款项	52	63	74	88
存货	3860	4582	5398	6367
其他	116	119	125	132
非流动资产	3009	3221	3361	3465
长期股权投资	191	191	191	191
固定资产	2062	2212	2333	2423
在建工程	232	266	292	314
无形资产	328	321	314	306
商誉	0	0	0	0
其他	196	231	231	231
资产总计	13609	15360	16600	18007
流动负债	4956	6403	7145	7957
短期借款	779	1479	1529	1529
应付票据及应付账款	2653	3166	3744	4424
其他	1524	1758	1872	2005
非流动负债	1387	1198	1098	998
长期借款	887	707	607	507
其他	500	491	491	491
负债合计	6342	7600	8243	8955
股本	650	650	650	650
未分配利润	2034	2280	2580	2931
少数股东权益	583	672	782	910
股东权益合计	7267	7760	8357	9053
负债及权益合计	13609	15360	16600	18007

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	801	1017	1245	1450
折旧和摊销	168	236	270	306
营运资金的变动	-670	-685	-995	-1141
经营活动产生现金流量	446	740	730	826
资本支出	-352	-411	-411	-411
长期投资	300	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-20	-435	-414	-413
债权融资	-58	648	-50	-100
股权融资	138	0	0	0
融资活动产生现金流量	-437	-19	-859	-1032
现金净变动	-8	286	-543	-619

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4612	5541	6510	7613
营业成本	3065	3658	4326	5111
税金及附加	31	34	40	47
销售费用	28	37	44	51
管理费用	195	247	267	305
研发费用	351	427	456	525
财务费用	37	20	22	29
投资收益	5	6	7	8
公允价值变动收益	26	0	0	0
信用减值损失	-53	-35	-30	-20
资产减值损失	-39	-25	-25	-20
营业利润	1007	1265	1548	1803
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	1006	1264	1547	1801
所得税	130	157	192	224
净利润	876	1107	1355	1578
少数股东损益	75	90	110	128
归属母公司净利润	801	1017	1245	1450
EPS(元)	1.23	1.57	1.92	2.23

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	10.9%	20.1%	17.5%	16.9%
营业利润增长率	15.7%	25.7%	22.4%	16.4%
归母净利润增长率	6.4%	27.0%	22.4%	16.4%
盈利能力				
毛利率	33.6%	34.0%	33.5%	32.9%
归母净利率	17.4%	18.4%	19.1%	19.0%
ROE	12.0%	14.3%	16.4%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	49.5%	49.7%	49.7%
流动比率	2.14	1.90	1.85	1.83
速动比率	1.33	1.15	1.07	1.00
营运能力				
资产周转率	35.9%	38.3%	40.7%	44.0%
每股资料(元)				
每股收益	1.23	1.57	1.92	2.23
每股经营现金	0.69	1.14	1.12	1.27
估值比率(倍)				
PE	46.3	36.5	29.8	25.6
PB	5.5	5.2	4.9	4.6

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为西部超导(688122)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn