

688122

产品结构变化影响利润率，看好新兴领域拓展打开成长空间

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年实现收入 52.26 亿元（+13.29%），归母净利润 8.39 亿元（+4.81%）。2026 年一季度实现收入 10.80 亿元（+0.62%），归母净利润 0.44 亿元（-74.21%）。
- 产品结构变化导致利润端季度性承压，高附加值业务占比回升有望改善利润端表现。**公司年报和一季报收入端表现较好，但均出现净利率下降的情况。其中年报净利率下降主要为存货跌价损失增加所致，25 年公司资产减值损失同比增加 1.56 亿元达到 1.94 亿元。一季报净利率下降主要为产品结构调整、销售价格下降，且计入当期损益的政府补助较同期减少所致，一季度公司毛利率下降 9.7pct 至 25.59%。考虑到公司钛合金、超导产品、高温合金三大业务毛利率差异较大，产品订货和确收节奏的不同，导致了利润季度性分布的较大波动。我们认为随着高附加值产品后续交付的回升，公司整体盈利水平有望好转。
- 随着可控核聚变等下游应用领域加速取得突破，公司超导产品有望迎来新一轮高增长。**公司是全球唯一的 NbTi 锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。为进一步巩固行业地位，25 年公司联合应用单位成立合肥聚能，建设我国聚变工程专用高性能超导线材研发和产业化平台，形成包括高性能 Nb₃Sn 低温超导线材、Bi2212 高温超导线材等产品体系。同时，公司 MCZ 超导磁体实现了韩国、芬兰半导体项目的应用。我们认为超导材料作为国际公认可引发产业变革的重大颠覆性技术方向，近年来随着可控核聚变等下游重点应用领域集中取得技术突破，产业有望进入加速发展阶段，公司超导产品的增长预期有望上修。
- 两机及大飞机有望接力军工资装，为公司钛合金及高温合金业务带来新一轮增长。**全球燃气轮机紧缺，为国内优质高温合金供应商带来出海机遇。国家对大飞机的重视程度超预期，随着核心环节攻坚将加快，大飞机交付和供应链建设有望全面提速。公司高温合金棒材已在多型号燃机上完成锻件验证并取得供货资质，同时也是大飞机材料的合格供应商，有望受益于燃机出海及大飞机国产化进程的提速。

盈利预测与投资建议

- 根据年报钛合金增速趋缓和毛利率下降，预测 2026、2027 年每股收益分别为 1.33、1.63 元（前值为 1.97、2.41），新增 2028 年每股收益为 1.97 元，根据可比公司给予 2026 年 59 倍市盈率，对应目标价 78.47 元，维持买入评级。

风险提示

行业需求不及预期；产品价格下降风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,612	5,226	5,469	6,517	7,693
同比增长(%)	10.9%	13.3%	4.7%	19.2%	18.0%
营业利润(百万元)	1,007	1,043	1,077	1,327	1,610
同比增长(%)	15.7%	3.7%	3.2%	23.2%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	801	839	865	1,060	1,280
同比增长(%)	6.4%	4.8%	3.1%	22.6%	20.7%
每股收益(元)	1.23	1.29	1.33	1.63	1.97
毛利率(%)	33.6%	34.5%	32.9%	33.1%	33.4%
净利率(%)	17.4%	16.1%	15.8%	16.3%	16.6%
净资产收益率(%)	12.3%	12.2%	11.5%	12.5%	13.3%
市盈率	51.0	48.7	47.2	38.5	31.9
市净率	6.1	5.7	5.1	4.5	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月29日）	62.87 元
目标价格	78.47 元
52 周最高价/最低价	110/46.34 元
总股本/流通 A 股（万股）	64,966/64,966
A 股市值（百万元）	40,844
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2026 年 04 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-15.41	-12.44	-28.56	33.82
相对表现%	-15.63	-19.28	-29.75	6.4
沪深 300%	0.22	6.84	1.19	27.42



证券分析师

罗楠	执业证书编号：S0860518100001 香港证监会牌照：BXQ804 luonan@orientsec.com.cn 021-63326320
冯函	执业证书编号：S0860520070002 fenghan@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

鲍丙文	执业证书编号：S0860124070016 baobingwen@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

核心技术获得特等奖，下游需求复苏与核聚变项目推进下各业务有望同步迎来增量	2025-06-05
Q2 业绩环比改善，钛合金业务有望见底回升	2024-09-02

附录

表 1：西部超导可比上市公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2026/4/29	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
钢研高纳	300034	19.38	0.31	0.11	0.27	0.34	62.12	176.66	70.86	57.42	
图南股份	300855	38.85	0.68	0.39	0.98	1.28	57.55	98.96	39.63	30.26	
华秦科技	688281	72.18	1.52	1.13	2.00	2.54	47.53	64.03	36.01	28.42	
中航西飞	000768	23.50	0.37	0.41	0.46	0.53	63.84	56.76	50.69	44.06	
铂力特	688333	83.67	0.38	0.78	1.14	1.59	219.78	107.78	73.21	52.46	
永鼎股份	600105	43.32	0.04	0.16	0.27	0.46	1031.43	271.09	160.50	94.05	
	调整后 平均						100.82	111.86	58.60	46.05	

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,513	2,041	2,582	2,747	3,186	营业收入	4,612	5,226	5,469	6,517	7,693
应收票据、账款及款项融资	4,203	4,286	4,455	5,308	6,266	营业成本	3,065	3,422	3,671	4,357	5,125
预付账款	52	22	23	28	33	销售费用	28	39	41	49	58
存货	3,860	4,477	4,802	5,700	6,704	管理费用	195	255	267	314	367
其他	972	926	927	931	936	研发费用	351	398	431	483	540
流动资产合计	10,600	11,752	12,790	14,714	17,124	财务费用	37	52	103	99	96
长期股权投资	191	200	200	200	200	资产、信用减值损失	92	231	92	92	92
固定资产	2,062	2,302	2,343	2,326	2,207	公允价值变动收益	26	104	104	104	104
在建工程	232	235	226	185	94	投资净收益	5	10	10	10	10
无形资产	328	317	295	272	249	其他	130	101	99	90	81
其他	196	282	146	146	146	营业利润	1,007	1,043	1,077	1,327	1,610
非流动资产合计	3,009	3,336	3,209	3,129	2,896	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	13,609	15,088	15,999	17,843	20,021	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	779	1,349	1,349	1,349	1,349	利润总额	1,006	1,043	1,077	1,326	1,609
应付票据及应付账款	2,653	2,888	3,098	3,677	4,325	所得税	130	89	92	113	137
其他	1,524	1,374	1,386	1,438	1,495	净利润	876	954	985	1,213	1,472
流动负债合计	4,956	5,611	5,834	6,464	7,170	少数股东损益	75	115	120	153	192
长期借款	887	1,092	1,092	1,092	1,092	归属于母公司净利润	801	839	865	1,060	1,280
应付债券	18	18	18	18	18	每股收益(元)	1.23	1.29	1.33	1.63	1.97
其他	482	540	281	281	281						
非流动负债合计	1,387	1,651	1,392	1,392	1,392	主要财务比率					
负债合计	6,342	7,262	7,225	7,856	8,561		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	583	698	818	971	1,163	成长能力					
实收资本(或股本)	650	650	650	650	650	营业收入	10.9%	13.3%	4.7%	19.2%	18.0%
资本公积	3,647	3,659	3,659	3,659	3,659	营业利润	15.7%	3.7%	3.2%	23.2%	21.3%
留存收益	2,359	2,776	3,641	4,701	5,981	归属于母公司净利润	6.4%	4.8%	3.1%	22.6%	20.7%
其他	28	43	6	6	6	获利能力					
股东权益合计	7,267	7,826	8,774	9,987	11,459	毛利率	33.6%	34.5%	32.9%	33.1%	33.4%
负债和股东权益总计	13,609	15,088	15,999	17,843	20,021	净利率	17.4%	16.1%	15.8%	16.3%	16.6%
						ROE	12.3%	12.2%	11.5%	12.5%	13.3%
						ROIC	9.4%	9.5%	9.3%	10.3%	11.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	46.6%	48.1%	45.2%	44.0%	42.8%
净利润	876	954	985	1,213	1,472	净负债率	15.7%	15.6%	7.8%	5.2%	0.7%
折旧摊销	140	196	208	224	235	流动比率	2.14	2.09	2.19	2.28	2.39
财务费用	37	52	103	99	96	速动比率	1.36	1.30	1.37	1.39	1.45
投资损失	(5)	(10)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(424)	(354)	(275)	(1,129)	(1,266)	应收账款周转率	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
其它	(177)	(232)	(265)	(104)	(104)	存货周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
经营活动现金流	446	606	747	294	423	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(510)	(412)	(217)	(144)	(2)	每股指标(元)					
长期投资	(4)	(13)	0	0	0	每股收益	1.23	1.29	1.33	1.63	1.97
其他	493	181	114	114	114	每股经营现金流	0.69	0.93	1.15	0.45	0.65
投资活动现金流	(20)	(244)	(102)	(30)	112	每股净资产	10.29	10.97	12.25	13.88	15.85
债权融资	(53)	(25)	0	0	0	估值比率					
股权融资	71	12	0	0	0	市盈率	51.0	48.7	47.2	38.5	31.9
其他	(455)	141	(103)	(99)	(96)	市净率	6.1	5.7	5.1	4.5	4.0
筹资活动现金流	(437)	127	(103)	(99)	(96)	EV/EBITDA	34.9	31.9	29.7	25.0	21.2
汇率变动影响	3	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.5	37.6	35.0	28.9	24.2
现金净增加额	(8)	488	541	165	439						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。