

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

西子洁能 (002534)

投资评级 ——

上次评级 ——

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

郭雪 环保联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

订单量基本稳定, 2012 年业绩增长可期

继续享受余热锅炉行业的高景气
订单稳定, 2012 年业绩预期乐观

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦
B 座

邮编: 100031

业绩稳步增长, 积极拓展海外&新能源&备件
与改造市场

2025 年 05 月 26 日

事件: 1) 公司控股子公司杭锅工锅于 2025 年 5 月 14 日收到余杭区人民政府良渚街道办事处支付的第一笔补偿款 164,460,030 元(总补偿款的 60%);

2) 公司发布 2024 年度报告及 2025 年一季报, 2024 年公司实现总营业收入 64.37 亿元, 同比减少 20.33%; 实现归母净利润 4.40 亿元, 同比增长 705.74%; 实现扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比增长 1436.69%; 实现基本每股收益 0.60 元/股, 同比增长 757.14%。2025 年一季度, 公司实现总营业收入 12.13 亿元, 同比增长 5.32%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比减少 79.18%; 实现扣非归母净利润 0.47 亿元, 同比增长 217.11%; 实现基本每股收益 0.07 元/股, 同比减少 80%。

点评:

- **在手订单充足, 积极拓展海外&新能源&备件与改造市场。**2025Q1 公司实现新增订单 15.7 亿元, 其中余热锅炉新增订单 4.9 亿元, 清洁能源装备新增订单 1 亿元, 解决方案新增订单 8.4 亿元, 备件及服务新增订单 1.3 亿元; 截至 25Q1, 公司实现在手订单 65.3 亿元, 为公司稳步发展提供有力支撑。根据公司 5 月 22 日投资者关系活动记录表, 公司未来主要战略发展方向有: 1) 海外市场, 即利用自身优势产品(如燃机余热锅炉)打开国际市场, 提升产品国际市场占有率; 2) 新能源市场, 主要是依托熔盐储能核心技术, 拓展其在光热发电、用户侧储能、火电灵活性改造、零碳园区等更多能源利用场景开展应用, 如用户侧储能模式未来将是国内工业客户解决蒸汽需求的一种重要解决方案, 熔盐储热技术凭借储能容量大、使用寿命长、占地面积小、安全性高、储热成本低、环境友好、适用范围广等诸多特性与优势具有广阔的应用空间; 3) 备件市场, 继国务院印发大规模设备更新改造政策以来, 目前各省份陆续推出行动方案, 公司积极关注并争取节能提效改造机遇、降低排放改造需求、拆旧建新业务机会。
- **订单质量明显改善、三费管控加强。**2024 年公司整体毛利率 18.47%, 同比提升 2.01pct。分产品来看, 余热锅炉、清洁能源装备、解决方案、备件及服务毛利率分别为 17.87%、23.13%、12.41%、26.5%, 分别同比+3.76pct、+5.13pct、-0.07pct、+5.8pct。公司持续巩固核心业务护城河优势, 提质增效, 订单质量明显改善。此外, 公司三费管控加强, 2024 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比-8.94%、-14.82%、-196.84%。
- **持续研发投入, 深耕“新能源+储能”领域。**公司推进实施“创新合作战略”, 发挥公司在清洁能源装备、储能装备的技术领先优势, 公司已由单一的产品制造商向节能环保设备和能源利用整体解决方案供应商方向转变, 创新行业能源解决方案, 发力新能源和清洁能源。公司布局的新能源+储能业务, 依托自主研发的熔盐储能技术在光热发电、清洁

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

供热、火电灵活性改造、综合能源服务等领域，可以提供规模化、一体化、智慧化的能源解决方案。2024 年，西子洁能参与建设的国能河北公司龙山电厂“抽汽蓄能”熔盐储热灵活性调峰科技示范项目顺利完成试运行。在“双碳”战略目标指引下，公司将持续深耕“新能源+储能”领域，推动熔盐储能技术的产业化应用，为构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系提供创新解决方案。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 71.71 亿元、79.29 亿元、85.01 亿元，增速分别为 11.4%、10.6%、7.2%；归母净利润分别为 4.65、4.75、5.15 亿元，增速分别为 5.8%、2.1%、8.5%。
- **风险因素：**行业竞争加剧；政策不及预期；原材料价格波动风险；技术迭代风险；海外拓展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,079	6,437	7,171	7,929	8,501
增长率 YoY %	10.0%	-20.3%	11.4%	10.6%	7.2%
归属母公司净利润 (百万元)	55	440	465	475	515
增长率 YoY%	-73.2%	705.7%	5.8%	2.1%	8.5%
毛利率%	15.2%	18.5%	19.2%	19.3%	19.2%
净资产收益率ROE%	1.4%	10.4%	10.4%	10.0%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	0.07	0.59	0.63	0.64	0.70
市盈率 P/E(倍)	153.04	18.99	17.96	17.59	16.22
市净率 P/B(倍)	2.14	1.98	1.86	1.75	1.65

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 5 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	10,733	10,038	10,849	12,257	13,306	
货币资金	3,841	3,530	3,663	4,393	4,856	
应收票据	174	105	205	126	237	
应收账款	1,838	1,829	1,996	2,233	2,301	
预付账款	566	403	452	499	533	
存货	1,399	1,552	1,698	1,892	2,038	
其他	2,916	2,620	2,836	3,114	3,341	
非流动资产	5,220	4,975	4,924	4,811	4,705	
长期股权投	547	448	448	448	448	
固定资产	1,862	2,227	2,153	2,073	1,996	
无形资产	508	517	509	501	493	
其他	2,303	1,783	1,813	1,789	1,768	
资产总计	15,953	15,013	15,773	17,068	18,012	
流动负债	9,297	7,970	8,343	9,231	9,761	
短期借款	545	162	162	162	162	
应付票据	1,611	1,231	1,343	1,500	1,590	
应付账款	3,734	3,539	3,863	4,312	4,540	
其他	3,406	3,038	2,975	3,256	3,468	
非流动负债	2,304	2,331	2,371	2,410	2,449	
长期借款	427	460	460	460	460	
其他	1,877	1,871	1,911	1,950	1,989	
负债合计	11,601	10,301	10,714	11,640	12,210	
少数股东权益	448	492	574	658	749	
归属母公司	3,904	4,220	4,485	4,770	5,053	
负债和股东权益	15,953	15,013	15,773	17,068	18,012	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	8,079	6,437	7,171	7,929	8,501	
同比(%)	10.0%	-20.3%	11.4%	10.6%	7.2%	
归属母公司净利润	55	440	465	475	515	
同比	-73.2%	705.7%	5.8%	2.1%	8.5%	
毛利率(%)	15.2%	18.5%	19.2%	19.3%	19.2%	
ROE%	1.4%	10.4%	10.4%	10.0%	10.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.07	0.59	0.63	0.64	0.70	
P/E	153.04	18.99	17.96	17.59	16.22	
P/B	2.14	1.98	1.86	1.75	1.65	
EV/EBITDA	15.60	12.55	9.13	7.24	6.34	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	8,079	6,437	7,171	7,929	8,501	
营业成本	6,855	5,248	5,792	6,398	6,868	
营业税金及附加	44	47	53	58	63	
销售费用	97	88	143	159	153	
管理费用	353	301	330	349	374	
研发费用	420	392	439	487	525	
财务费用	7	-7	21	20	13	
减值损失合	-259	-47	-5	-7	-4	
投资净收益	61	312	93	63	68	
其他	37	-43	84	94	98	
营业利润	142	589	565	608	667	
营业外收支	-13	6	71	41	38	
利润总额	129	595	636	650	704	
所得税	13	86	89	91	99	
净利润	116	509	547	559	606	
少数股东损益	61	69	82	84	91	
归属母公司净利润	55	440	465	475	515	
EBITDA	519	517	716	808	855	
EPS(当年)(元)	0.07	0.60	0.63	0.64	0.70	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	308	568	367	973	757	
净利润	116	509	547	559	606	
折旧摊销	209	200	226	245	246	
财务费用	98	73	66	67	69	
投资损失	-67	-317	-93	-63	-68	
营运资金变动	-320	-77	-306	210	-56	
其它	272	181	-73	-43	-40	
投资活动现金流	-359	-166	-8	-25	-33	
资本支出	-350	-209	38	10	4	
长期投资	-21	501	-139	-98	-104	
其他	12	-458	92	62	67	
筹资活动现金流	81	-1,091	-226	-218	-261	
吸收投资	186	19	-37	0	0	
借款	-560	-350	0	0	0	
支付利息或股息	-172	-162	-229	-257	-300	
现金流净增加额	32	-682	133	730	463	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。