

西子洁能(002534)

报告日期: 2025年08月25日

中报业绩符合预期, 核电+光热板块打开成长空间

——西子洁能点评报告

投资要点

□ 2025 半年报: 扣非后归母净利润增长 38%, 期待核电+光热打开成长空间

1) 业绩: 营收 27.9 亿元, 同比下滑 6.5%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比下滑 56.8%, 扣非后归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 38%。单 Q2 季度: 营收 15.8 亿元, 同比下滑 13.9%, 归母净利润 0.94 亿元, 同比增长 11.4%、环比增长 75.4%。Q2 业绩呈现环比加速趋势, 期待下半年业绩提速。

2) 盈利能力: 2025 年 H1 毛利率 20.55%, 同比提升 0.1pct, 销售净利率 6.4%, 同比下滑 6pct。其中 Q2 单度: 毛利率 20.2%, 同比下降 0.8pct, 销售净利率 7%, 同比提升 1.5pc。净利率创 2023 年以来新高 (剔除 24Q1 特殊), 保持上升趋势。

3) 订单: 2025 年上半年公司新增订单 27.8 亿元、在手订单 61.2 亿元, 保持较好体量, 随着公司光热+核电业务的持续发力, 期待未来订单提速。

4) 经营性现金流: 上半年 1.8 亿元, 同比增长 700.5%, 经营质量持续优化。

□ 新能源板块: 期待核电/光热等行业多点开花, 成长空间打开

1) 核电: 公司 1998 年进入核电, 已为全国提供 186 台常规岛压力容器和换热器, 435 台核 2、3 级压力容器和储罐, 为中广核、中核集团等长期战略合作伙伴, 拥有民用核二三级制造许可证, 崇贤基地核电车间预计 2025 年 9 月底一期投入使用。2025 年 8 月公司成立合资子公司杭州西子核能科技, 期待业务提速。

2) 光热: 据国际能源署预测, 中国光热发电市场到 2030 年/2040 年/2050 年将达到 29GW/88GW/118GW 装机。公司自主研发“适用于光热与储热系统的大功率熔盐吸热器与熔盐蒸汽发生系统”, 应用于青海德令哈 50MW 塔式熔盐储能光热发电等项目中, 项目的发电量达成率等指标达到全球同类型光热电站的领先水平。

□ 传统能源板块: 国内余热锅炉龙头企业, 紧抓海外市场机会

1) 国内龙头: 公司是我国规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发和制造基地, 市场占有率行业领先。有望受益雅江水电工程国内宏观扩内需投资周期启动。

2) 发力海外: 先后与美国 N/E、GE、FW、法国 ALSTOM、日本三菱重工等国际知名公司合作, 开拓一带一路等市场机会、直接对接下游终端客户。

□ 盈利预测及估值

预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.3/5.1/5.6 亿元, 同比变化-3%/+21%/+8%, 对应 PE 为 27/22/20 倍。考虑到公司未来在新能源行业 (核电、光热等) 的成长潜力, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 原材料价格波动; 行业竞争进一步加剧风险; 政策效果不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6437 | 6597 | 6955 | 7658 |
| (+/-) (%) | -20% | 2% | 5% | 10% |
| 归母净利润 | 440 | 425 | 513 | 555 |
| (+/-) (%) | 706% | -3% | 21% | 8% |
| 每股收益(元) | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| P/E | 26 | 27 | 22 | 20 |

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

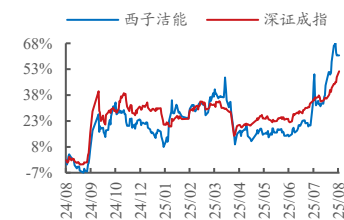
分析师: 李思扬
执业证书号: S1230522020001
lisiyang@stocke.com.cn

分析师: 姬新悦
执业证书号: S1230524080005
jixinyue@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 15.45 |
| 总市值(百万元) | 11,358.28 |
| 总股本(百万股) | 735.16 |

股票走势图



相关报告

- 《新董事长接棒, 期待核电+光热板块打开成长空间》 2025.08.17
- 《余热锅炉业务盈利能力短期承压, 熔盐储能提供发展动能》 2024.05.26
- 《一季度新增订单同比高增, 光热政策驱动熔盐储能订单释放》 2023.04.10

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 10038 | 10031 | 10743 | 12095 |
| 现金 | 3530 | 3747 | 4475 | 5459 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 1933 | 1674 | 1637 | 1742 |
| 其它应收款 | 150 | 160 | 155 | 178 |
| 预付账款 | 403 | 483 | 464 | 512 |
| 存货 | 1552 | 1419 | 1420 | 1668 |
| 其他 | 2471 | 2547 | 2593 | 2537 |
| 非流动资产 | 4975 | 5505 | 5634 | 5765 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 448 | 610 | 535 | 531 |
| 固定资产 | 2227 | 2467 | 2700 | 2889 |
| 无形资产 | 517 | 523 | 506 | 494 |
| 在建工程 | 4 | 3 | 3 | 2 |
| 其他 | 1779 | 1902 | 1891 | 1849 |
| 资产总计 | 15013 | 15536 | 16378 | 17861 |
| 流动负债 | 7970 | 7985 | 8238 | 9080 |
| 短期借款 | 162 | 537 | 415 | 371 |
| 应付款项 | 4770 | 4406 | 4663 | 5253 |
| 预收账款 | 2262 | 2065 | 2140 | 2481 |
| 其他 | 777 | 977 | 1020 | 974 |
| 非流动负债 | 2331 | 2341 | 2336 | 2336 |
| 长期借款 | 460 | 460 | 460 | 460 |
| 其他 | 1871 | 1881 | 1876 | 1876 |
| 负债合计 | 10301 | 10326 | 10574 | 11416 |
| 少数股东权益 | 492 | 559 | 639 | 726 |
| 归属母公司股东权益 | 4220 | 4651 | 5164 | 5718 |
| 负债和股东权益 | 15013 | 15536 | 16378 | 17861 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 568 | 200 | 850 | 1315 |
| 净利润 | 509 | 491 | 593 | 642 |
| 折旧摊销 | 178 | 184 | 212 | 236 |
| 财务费用 | (7) | 19 | 14 | 0 |
| 投资损失 | (312) | (187) | (249) | (218) |
| 营运资金变动 | 413 | (669) | 159 | 764 |
| 其它 | (213) | 361 | 122 | (108) |
| 投资活动现金流 | (166) | (497) | (65) | (185) |
| 资本支出 | (79) | (390) | (407) | (388) |
| 长期投资 | 162 | (217) | 91 | 12 |
| 其他 | (249) | 111 | 252 | 191 |
| 筹资活动现金流 | (1091) | 515 | (57) | (147) |
| 短期借款 | (383) | 375 | (122) | (44) |
| 长期借款 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (741) | 139 | 65 | (103) |
| 现金净增加额 | (688) | 217 | 728 | 983 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6437 | 6597 | 6955 | 7658 |
| 营业成本 | 5248 | 5258 | 5510 | 6077 |
| 营业税金及附加 | 47 | 49 | 51 | 56 |
| 营业费用 | 88 | 119 | 125 | 107 |
| 管理费用 | 301 | 299 | 320 | 349 |
| 研发费用 | 392 | 402 | 417 | 452 |
| 财务费用 | (7) | 19 | 14 | 0 |
| 资产减值损失 | 160 | 132 | 139 | 153 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 312 | 187 | 249 | 218 |
| 其他经营收益 | 70 | 69 | 69 | 69 |
| 营业利润 | 589 | 576 | 696 | 750 |
| 营业外收支 | 6 | (1) | (3) | 1 |
| 利润总额 | 595 | 575 | 694 | 750 |
| 所得税 | 86 | 83 | 100 | 109 |
| 净利润 | 509 | 491 | 593 | 642 |
| 少数股东损益 | 69 | 67 | 80 | 87 |
| 归属母公司净利润 | 440 | 425 | 513 | 555 |
| EBITDA | 744 | 779 | 922 | 986 |
| EPS (最新摊薄) | 0.60 | 0.58 | 0.70 | 0.75 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -20.33% | 2.49% | 5.42% | 10.11% |
| 营业利润 | 314.53% | -2.27% | 20.95% | 7.64% |
| 归属母公司净利润 | 705.74% | -3.41% | 20.68% | 8.18% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 18.47% | 20.30% | 20.77% | 20.65% |
| 净利率 | 7.90% | 7.45% | 8.53% | 8.38% |
| ROE | 9.70% | 8.56% | 9.31% | 9.06% |
| ROIC | 9.75% | 8.50% | 9.45% | 9.41% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 68.62% | 66.46% | 64.57% | 63.92% |
| 净负债比率 | 6.72% | 12.12% | 11.33% | 9.17% |
| 流动比率 | 1.26 | 1.26 | 1.30 | 1.33 |
| 速动比率 | 1.06 | 1.08 | 1.13 | 1.15 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.43 | 0.44 | 0.45 |
| 应收账款周转率 | 3.51 | 3.76 | 4.02 | 4.03 |
| 应付账款周转率 | 1.44 | 1.56 | 1.68 | 1.68 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.60 | 0.58 | 0.70 | 0.75 |
| 每股经营现金 | 0.77 | 0.27 | 1.16 | 1.79 |
| 每股净资产 | 5.71 | 6.33 | 7.02 | 7.78 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 25.83 | 26.74 | 22.16 | 20.48 |
| P/B | 2.71 | 2.44 | 2.20 | 1.99 |
| EV/EBITDA | 8.0 | 12.2 | 9.5 | 7.8 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>