

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

西子洁能 (002534.SZ)

投资评级 ——

上次评级 ——

郭雪 环保公用联席首席分析师

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

优化订单结构推动业务高质量发展, 积极布局 SOFC 和核电领域开启新篇章

2025 年 08 月 27 日

事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025H1 公司实现营业收入 27.94 亿元, 经调整后同比减少 6.49%; 实现归母净利润 1.48 亿元, 同比减少 56.81%; 实现扣非归母净利润 1.29 亿元, 同比增长 37.58%; 实现基本每股收益 0.20 元/股, 同比减少 56.52%。

点评:

- **在手订单充足, 优化订单结构, 推动业务高质量发展。**2025H1 公司实现新增订单 27.84 亿元, 其中余热锅炉新增订单 7.03 亿元, 清洁能源装备新增订单 2.81 亿元, 解决方案新增订单 14.77 亿元, 备件及服务新增订单 3.23 亿元; 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司实现在手订单 61.19 亿元, 公司通过全面加强对订单质量的管控, 优化订单结构, 推动业务高质量发展, 为公司业绩提供有力支撑。根据公司 8 月 7 日投资者关系活动记录表, 公司未来主要市场增量方向有: 1) 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、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; 2) 核电市场, 公司紧抓核电市场机遇, 通过在崇贤制造基地升级建设核电专用制造清洁车间, 提升公司核电产品制造承接能力, 支撑、推动核电业务快速发展; 3) 海外市场, 主要利用自身优势产品 (如燃机余热锅炉) 打开国际市场, 提升产品国际市场占有率, 以及拓展海外 OEM 市场。
- **装备制造毛利率稳步提升, 财务费用受银行利率及汇兑损益大幅增长。**2025 年 H1 毛利率 20.55%, 同比提升 0.1pct, 销售净利率 6.43%, 同比下滑 5.9pct; 其中装备制造毛利率提升 1.82pct。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 29.68%、14.35%、15.97%、31.61%, 分别同比+8.08pct、-13.91pct、+4.72pct、+7.11pct。公司 2025H1 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比+25.87%、-6.9%、+712.19%, 财务费用大幅增长主要系银行存款利率水平较上年同期下降导致利息收入减少以及人民币兑美元汇率较年初升值导致汇兑损失增加所致。
- **持续研发投入, 积极布局 SOFC 和核电领域开启新篇章。**公司在 2021 年通过全资子公司投资浙江臻泰能源科技有限公司 (以下简称“臻泰能源”), 率先切入 SOFC 赛道。此外, 今年 8 月, 公司设立合资公司杭州西子核能科技有限公司, 未来硬件建设与技术储备双发力。公司加快推进崇贤制造基地核电专用清洁车间建设, 规划面积 6480 平方米, 严格按核级设备制造标准建设, 具备独立、封闭、洁净的生产环境, 可承接核级压力容器、储罐、换热器等高端产品制造。项目分两期推进, 一

期预计 2025 年 9 月底投入使用。截至 8 月 25 日，公司先后为全国多座核电站提供 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，成为中广核集团、中核集团等长期战略合作伙伴。随着杭州西子核能科技有限公司的稳步发展与崇贤核电清洁车间的投入使用，有望打造公司未来新的增长点。

- **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、4.76、5.17 亿元，增速分别为 5.8%、2.4%、8.4%。
- **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	476	517
增长率 YoY%	-73.2%	705.7%	5.8%	2.4%	8.4%
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	0.60	0.63	0.65	0.70
市盈率 P/E(倍)	197.19	24.47	23.14	22.59	20.84
市净率 P/B(倍)	2.76	2.55	2.40	2.25	2.13

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 27 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	11,017	12,426	13,477	
货币资金	3,841	3,530	3,830	4,562	5,026	
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	4,764	4,651	4,546	
长期股权投	547	448	288	288	288	
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	15,781	17,078	18,022	
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	750	
归属母公司	3,904	4,220	4,493	4,779	5,063	
负债和股东权益	15,953	15,013	15,781	17,078	18,022	
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	476	517	
同比	-73.2%	705.7%	5.8%	2.4%	8.4%	
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	0.60	0.63	0.65	0.70	
P/E	197.19	24.47	23.14	22.59	20.84	
P/B	2.76	2.55	2.40	2.25	2.13	
EV/EBITDA	15.60	12.55	12.26	10.02	8.96	

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	18	10	
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	610	669	
营业外收支	-13	6	71	41	38	
利润总额	129	595	636	652	707	
所得税	13	86	89	91	99	
净利润	116	509	547	560	608	
少数股东损益	61	69	82	84	91	
归属母公司净利润	55	440	465	476	517	
EBITDA	519	517	716	808	855	
EPS(当年)(元)	0.07	0.60	0.63	0.65	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	975	759	
净利润	116	509	547	560	608	
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	152	-25	-33	
资本支出	-350	-209	38	10	4	
长期投资	-21	501	21	-98	-104	
其他	12	-458	92	62	67	
筹资活动现金流	81	-1,091	-217	-219	-262	
吸收投资	186	19	-4	0	0	
借款	-560	-350	0	0	0	
支付利息或股息	-172	-162	-229	-258	-301	
现金流净增加额	32	-682	301	731	464	

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，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，现任信达证券研发中心负责人。

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。