

电力设备

报告日期：2025 年 09 月 01 日

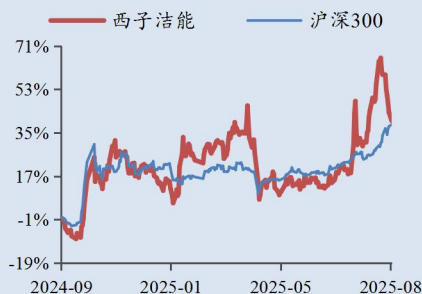
2025H1 订单结构优化，光热、SOFC 拓展增量市场

——西子洁能（002534.SZ）2025 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025 年 09 月 01 日

当前价格（元）	13.61
52 周价格区间（元）	8.90-16.50
总市值（百万元）	10,005.58
流通市值（百万元）	9,853.24
总股本（万股）	73,516.40
流通股（万股）	72,397.06
近一月换手（%）	58.13

分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：许紫荆

执业证书编号：S0230524080001

邮箱：xuzj@hlzq.com

相关阅读

事件：

公司发布 2025 年半年报：

公司 2025 年上半年实现营收 27.94 亿元，同比-6.49%，实现归母净利润 1.48 亿元，同比-56.81%；2025Q2 实现营收 15.81 亿元，同比-13.90%，实现归母净利润 0.94 亿元，同比+11.37%。

观点：

➤ **订单结构优化，推动业务高质量发展。**2025 年 H1，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。

➤ **光热、核电等拓展未来增量市场。**光热领域，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”并荣获国家能源领域首台重大技术装备，该技术应用于青海德令哈 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最优水平。**核电市场**，公司具有核二三级制造资质，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。

➤ **子公司浙江臻泰能源独立开发并掌握 SOFC 核心技术。**公司参股的浙江臻泰能源公司，是国内少数独立开发并掌握有原创高温固体氧化物燃料电池核心技术及其完整底层制备工艺，能实现从电芯、电堆到系统各层级批量稳定供应的技术实体，入选浙江省领军型创新创业团队计划。目前臻泰能源原创开发的新型高温燃料电池产品，解决了国际上现有常规技术路线难以克服的可靠性、一致性、启动速度和耐热震性等问题，产品部分主要性能指标达到或领先国际水平。

➤ **盈利预测及投资评级：**公司是余热锅炉行业龙头，在手订单结构优化，未来光热、核电、SOFC 等方向有望拓展增量市场。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.41/4.86/5.68 亿元，当前股价对应 PE 为 22.7/20.6/17.6 倍。可比公司 PE 平均值为 39.7/26.9/21.7 倍，公司估值水平低于可比公司平均值，首次覆盖，

给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济不及预期；政策落地不及预期；技术进步不及预期；市场拓展不及预期；原材料价格波动风险；地缘政治风险。

➤ **盈利预测简表**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,079	6,437	6,873	7,519	8,300
增长率（%）	10.01	-20.33	6.78	9.39	10.39
归母净利润（百万元）	55	440	441	486	568
增长率（%）	-73.23	705.74	0.36	10.05	16.98
ROE（%）	2.65	10.80	10.79	10.82	10.85
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.07	0.59	0.60	0.66	0.77
市盈率（P/E）	45.3	150.5	22.7	20.6	17.6
市净率（P/B）	2.5	2.0	2.3	2.1	1.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	EPS（元）					PE（倍）				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
600475.SH	华光环能	21.69	0.79	0.74	0.79	0.87	0.97	27.6	29.4	27.5	25.0	22.5
002255.SZ	海陆重工	8.61	0.40	0.45	0.53	0.59	0.66	21.3	19.0	16.2	14.5	13.0
688733.SH	壹石通	26.86	0.12	0.06	0.36	0.65	0.91	218.7	446.9	75.4	41.2	29.5
	平均值		0.44	0.42	0.56	0.71	0.85	120.02	165.11	39.7	26.9	21.7
002534.SZ	西子洁能	13.61	0.07	0.59	0.60	0.66	0.77	45.3	150.5	22.7	20.6	17.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所；收盘价对应交易日为 9 月 1 日

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,733	10,038	10,561	11,649	12,892	营业收入	8,079	6,437	6,873	7,519	8,300
现金	3,841	3,530	3,473	3,832	4,325	营业成本	6,855	5,248	5,592	6,111	6,736
应收票据及应收账款	2,011	1,933	1,745	2,399	2,206	税金及附加	44	47	51	55	61
其他应收款	162	151	183	182	221	销售费用	97	88	94	103	114
预付账款	566	403	632	500	749	管理费用	353	301	321	352	388
存货	1,399	1,552	1,592	1,844	1,944	研发费用	420	392	418	458	505
其他流动资产	2,754	2,470	2,937	2,891	3,447	财务费用	7	-7	-169	-198	-220
非流动资产	5,220	4,975	5,058	5,187	5,323	资产和信用减值损失	-342	-160	-203	-226	-241
长期股权投资	547	448	476	507	536	其他收益	101	69	78	79	77
固定资产	1,862	2,227	2,215	2,244	2,311	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产	508	517	547	586	604	投资净收益	61	312	193	211	222
其他非流动资产	2,303	1,783	1,819	1,849	1,872	资产处置收益	19	1	13	10	9
资产总计	15,953	15,013	15,620	16,836	18,216	营业利润	142	589	646	711	781
流动负债	9,297	7,970	8,461	9,450	10,556	营业外收入	13	10	11	11	11
短期借款	545	162	502	226	1,328	营业外支出	27	4	12	12	11
应付票据及应付账款	5,346	4,770	4,664	5,885	5,857	利润总额	129	595	645	710	782
其他流动负债	3,406	3,038	3,294	3,339	3,372	所得税	13	86	93	103	113
非流动负债	2,304	2,331	2,043	1,774	1,496	净利润	116	509	552	607	669
长期借款	1,475	1,546	1,258	988	711	少数股东损益	61	69	110	121	100
其他非流动负债	830	785	785	785	785	归属母公司净利润	55	440	441	486	568
负债合计	11,601	10,301	10,504	11,224	12,052	EBITDA	505	966	831	900	984
少数股东权益	448	492	603	724	824	EPS (元)	0.07	0.59	0.60	0.66	0.77
股本	739	739	739	739	739	主要财务比率					
资本公积	809	776	776	776	776	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	2,157	2,523	2,700	2,895	3,148	成长能力					
归属母公司股东权益	3,904	4,220	4,513	4,888	5,339	营业收入同比增速(%)	10.01	-20.33	6.78	9.39	10.39
负债和股东权益	15,953	15,013	15,620	16,836	18,216	营业利润同比增速(%)	-44.86	314.53	9.65	10.02	9.95
现金流量表 (百万元)						归属于母公司净利润同比增速(%)	-73.23	705.74	0.36	10.05	16.98
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	308	568	-334	891	-356	毛利率(%)	15.15	18.47	18.64	18.72	18.84
净利润	116	509	552	607	669	净利率(%)	1.43	7.90	8.03	8.08	8.05
折旧摊销	176	178	164	176	185	ROE(%)	2.65	10.80	10.79	10.82	10.85
财务费用	7	-7	-169	-198	-220	ROIC(%)	4.11	10.20	7.93	8.80	8.21
投资损失	-61	-312	-193	-211	-222	偿债能力					
营运资金变动	-331	-91	-877	300	-1,000	资产负债率(%)	72.72	68.62	67.25	66.67	66.16
其他经营现金流	401	291	190	216	232	净负债比率(%)	-12.92	-24.30	-15.47	-30.04	-21.77
投资活动现金流	-359	-166	-42	-84	-91	流动比率	1.15	1.26	1.25	1.23	1.22
资本支出	423	210	219	274	292	速动比率	0.93	1.01	0.98	0.98	0.96
长期投资	-24	501	-28	-31	-29	营运能力					
其他投资现金流	88	-456	206	221	231	总资产周转率	0.51	0.42	0.45	0.46	0.47
筹资活动现金流	81	-1,091	-22	-171	-163	应收账款周转率	4.37	3.51	4.05	3.92	3.90
短期借款	-359	-383	340	-277	1,102	应付账款周转率	1.84	1.44	1.64	1.61	1.59
长期借款	-159	71	-288	-270	-278	每股指标 (元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.59	0.60	0.66	0.77
资本公积增加	70	-33	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.77	-0.45	1.21	-0.48
其他筹资现金流	529	-745	-74	375	-988	每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.53	5.96	6.47	7.08
现金净增加额	32	-682	-397	636	-609	估值比率					
						P/E	45.3	150.5	22.7	20.6	17.6
						P/B	2.5	2.0	2.3	2.1	1.9
						EV/EBITDA	19.70	9.74	11.88	10.11	9.70

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

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 6-12 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：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046