

西子洁能(002534)

报告日期: 2025 年 10 月 28 日

## 期待四季度业绩拐点向上, 光热+核电打开成长空间

### ——西子洁能点评报告

#### 投资要点

- **2025 三季报: 因确收+基数原因业绩下滑 58%, 预计全年业绩向好**
- 1) **业绩:** 营收 43.3 亿元, 同比下滑 11.2%, 归母净利润 1.8 亿元, 同比下滑 58.3%, 扣非后归母净利润 1.5 亿元, 同比下滑 11.2%。**单 Q3 季度:** 营收 15.4 亿元, 同比下滑 18.6%, 归母净利润 0.3 亿元, 同比下滑 64.6%。**Q3 业绩核心因**部分海外锅炉设备交付延迟至 Q4 所致, 公司 2023 年员工持股计划约定 2025-26 年解锁条件为净利润 4/5 亿元, 同比变化-9%/+25%, 预计全年业绩趋势向好。
- 2) **盈利能力:** 前三季度毛利率 19.3%, 同比-0.26pct, 净利率 5.2%, 同比-4.2pct。**Q3 单度:** 毛利率 17.1%, 同比-1.1pct, 净利率 3%, 同比-1.9pct。
- 3) **订单:** 2025 年前三季度, 新增订单 40.5 亿元, 同比下滑 11.6%。在手订单 58.8 亿元, 同比下滑 8.3%, 预计全年订单保持较好增长趋势, 期待四季度提速。
- 4) **经营性现金流:** 前三季度 3.5 亿元, 同比增长 130%, 经营质量持续优化。
- 5) **董事长已增持:** 近 5000 万元 (价格 17.09 元/股), 彰显公司发展信心。

#### □ 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”, 项目发电量达成率等全球领先。

#### □ 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等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 32/27/25 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)	0.5	0.5	0.6	0.7
P/E	31	32	27	25

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

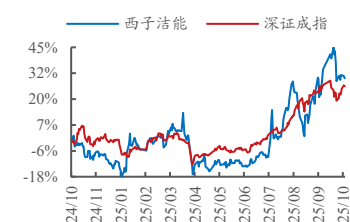
分析师: 李思扬  
 执业证书号: S1230522020001  
 lisiyang@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

收盘价	¥ 16.32
总市值(百万元)	13,642.46
总股本(百万股)	835.94

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《董事长增持近上限, 核电+光热打开成长空间》 2025.10.10
- 《董事长拟增持 3000-5000 万元, 彰显公司发展信心》 2025.10.07
- 《中报业绩符合预期, 核电+光热板块打开成长空间》 2025.08.26

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	15013	15536	16378	17861
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	2331	2341	2336	2336
长期借款	460	460	460	460
其他	1871	1881	1876	1876
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	15013	15536	16378	17861

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	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)
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	(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)
<b>现金净增加额</b>	(688)	217	728	983

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	589	576	696	750
营业外收支	6	(1)	(3)	1
<b>利润总额</b>	595	575	694	750
所得税	86	83	100	109
<b>净利润</b>	509	491	593	642
少数股东损益	69	67	80	87
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	31.02	32.07	26.55	24.55
P/B	2.86	2.87	2.59	2.34
EV/EBITDA	8.0	15.0	11.9	10.0

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>