

## 电力设备

2025年11月06日

# 西子洁能 (002534)

—— 财务短期承压，核电与光热新业务加速布局

## 报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

### 市场数据：2025年11月06日

收盘价(元)	18.24
一年内最高/最低(元)	19.26/9.88
市净率	2.9
股息率%(分红/股价)	1.10
流通A股市值(百万元)	15,043
上证指数/深证成指	4,007.76/13,452.42

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

### 基础数据：2025年09月30日

每股净资产(元)	6.38
资产负债率%	60.74
总股本/流通A股(百万)	836/825
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

李冲 A0230524070001  
lichong@swsresearch.com  
马天一 A0230525040004  
maty@swsresearch.com

#### 联系人

李冲 A0230524070001  
lichong@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- 事件：**2025年前三季度公司实现营业收入43.33亿元，同比-11.2%，实现归母净利润1.77亿元，同比-58.31%；2025年Q3，公司实现营业收入15.39亿，同比-18.64%，环比-2.67%，实现归母净利润0.29亿元，同比-64.6%，环比-69.44%，业绩符合预期。
- 2025年1-3季度业绩承压，现金回款大幅增加。**2025年1-3季度公司业绩下滑主因两方面：一是受关税壁垒与外部环境不确定性影响，部分海外锅炉设备交付延迟至四季度，直接影响当期收入确认；二是上年同期因处置联营企业可胜技术股权产生大额投资收益，导致本期同比基数偏高，投资收益同比下降90.47%。扣非净利润同比下降11.15%，表明核心业务盈利能力虽承压，但未出现系统性恶化。尽管经营业绩有所下滑，但公司现金流表现优异，2025年前三季度经营性现金流净额达3.48亿元，同比大幅增长129.75%，主要得益于公司加强在手订单预收款项催收及转销项目应收款管理。
- 订单结构持续优化，高毛利业务占比持续提升。**2025年第三季度新增订单总额达12.7亿元，同比增长0.85%，其中解决方案类订单新增4.63亿元，余热锅炉新增4.93亿元，备件及服务新增1.69亿元，公司正从传统设备销售向高附加值综合解决方案转型，截至到三季度末，公司在手订单总额为58.84亿元。
- 董事长增持彰显未来发展信心。**董事长王克飞于2025年9月完成增持计划，累计增持290万股，金额达4,956万元，显示出公司管理层对公司未来长期发展的信心。
- 转债赎回，资本结构显著优化。**公司于2025年9月完成“西子转债”全部赎回，累计转股1.01亿股，资产负债率由68.59%（2025-6-30）降低至60.74%（2025-9-30），财务稳定性显著增强。
- 光热与核电有望打开公司未来成长空间，维持公司“增持”评级。**公司于2025年8月设立杭州西子核能科技有限公司，专注核岛关键设备研发制造，已为中广核、中核集团等提常规岛压力容器及核二、三级设备；另外，公司在光热发电领域深度参与青海多个塔式光热电站建设，十五五期间光热项目有望迎来大规模发展。我们预测公司25~27年归母净利润分别为4.4/5.1/6.0亿，当前股价对应25~27年PE分别为34/30/25倍，维持公司“增持”评级。
- 风险提示：**光热政策落地不及预期；核电业务进展不及预期；传统设备销售业务毛利率下滑等。

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,437	4,333	6,325	6,927	7,731
同比增长率(%)	-20.3	-11.2	-1.7	9.5	11.6
归母净利润(百万元)	440	177	442	507	600
同比增长率(%)	705.7	-58.3	0.6	14.7	18.2
每股收益(元/股)	0.60	0.24	0.53	0.61	0.72
毛利率(%)	18.5	19.3	15.9	16.7	17.9
ROE(%)	10.4	3.3	8.2	8.8	9.7
市盈率	35		34	30	25

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,079	6,437	6,325	6,927	7,731
其中：营业收入	8,079	6,437	6,325	6,927	7,731
减：营业成本	6,855	5,248	5,318	5,772	6,349
减：税金及附加	44	47	47	51	57
主营业务利润	1,180	1,142	960	1,104	1,325
减：销售费用	97	88	126	139	155
减：管理费用	353	301	296	324	362
减：研发费用	420	392	385	422	471
减：财务费用	7	-7	-19	-42	-52
经营性利润	303	368	172	261	389
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-84	-112	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-259	-47	0	0	0
加：投资收益及其他	162	381	381	381	381
营业利润	142	589	553	643	772
加：营业外净收入	-13	6	0	0	0
利润总额	129	595	553	643	772
减：所得税	13	86	41	56	78
净利润	116	509	512	587	694
少数股东损益	61	69	69	80	94
归属于母公司所有者的净利润	55	440	442	507	600

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：  
买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：  
看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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形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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。