

# 西子洁能 (002534.SZ)

优于大市

订单延期交付致业绩有所承压，新任董事长增持彰显信心

## 核心观点

**订单延期交付致业绩有所承压。**2025年前三季度，公司实现营业收入43.33亿元，同比减少11.20%；实现归母净利润1.77亿元，同比降低58.31%，主要系公司部分订单延迟交付，及本期无上年同期处置可胜技术形成的股权转让收益所致；实现扣非归母净利润1.50亿元，同比降低11.15%。单三季度，公司营业收入为15.39亿元，同比降低18.64%，环比降低2.67%；归母净利润为0.29亿元，同比降低64.60%，环比降低69.44%；扣非归母净利润为0.21亿元，同比降低21.63%，环比降低73.68%。

**可转债赎回完成。**公司于8月28日发布提前赎回“西子转债”的公告，赎回登记日为9月19日。截至9月19日，“西子转债”累计转股数量为1.01亿股，占暂估前公司已发行股份总额的13.65%，9月30日“西子转债”完成摘牌。股份变动后，西子电梯集团、金润（香港）、公司实控人王水福分别直接持有公司34.49%、19.35%、1.34%股份。

**新任董事长顶格增持股份，彰显发展信心。**9月29日晚，公司发布董事长增持股份计划公告，新任董事长王克飞先生拟在9月29日起6个月内以集中竞价方式增持0.3-0.5亿元。截至9月30日，董事长合计增持290万股，占总股本的0.35%，增持金额0.5亿元，增持计划实施完毕。公司新任董事长仅一日完成增持计划，并触及增持计划上限，反映出对公司未来持续稳定发展的信心。

**风险提示：**市场竞争风险、原材料涨价风险、订单不及预期、项目投产及产能爬坡不及预期。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。综合公司部分订单延期至四季度交付，预计对全年业务情况影响较小，维持盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为4.26/5.91/7.04亿元，同比增长-3%/39%/19%，对应当前股价PE为33.6/24.2/20.3倍，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,079	6,437	7,162	8,583	9,725
(+/-%)	10.0%	-20.3%	11.3%	19.8%	13.3%
归母净利润(百万元)	55	440	426	591	704
(+/-%)	-73.2%	705.7%	-3.2%	38.7%	19.2%
每股收益(元)	0.07	0.60	0.58	0.80	0.96
EBIT Margin	5.1%	6.7%	6.3%	7.0%	7.6%
净资产收益率(ROE)	1.4%	10.4%	9.5%	14.5%	15.5%
市盈率(PE)	198.9	24.6	25.4	18.3	15.3
EV/EBITDA	38.3	34.7	34.6	30.1	26.7
市净率(PB)	2.78	2.56	2.40	2.64	2.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

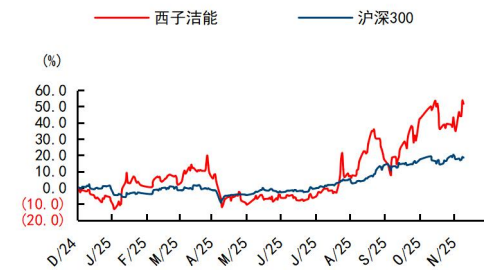
### 电力设备·其他电源设备 II

<b>证券分析师：黄秀杰</b> 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	<b>证券分析师：郑汉林</b> 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
<b>证券分析师：刘汉轩</b> 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	<b>证券分析师：崔佳诚</b> 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.00元
总市值/流通市值	15047/14845百万元
52周最高价/最低价	19.26/9.88元
近3个月日均成交额	435.97百万元

## 市场走势

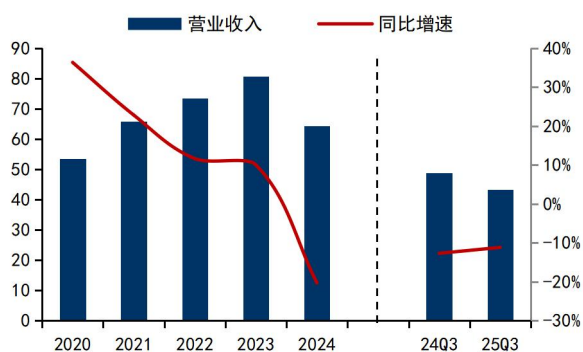


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《西子洁能(002534.SZ)-资深余热锅炉装备制造制造商，打造光热发电设备龙头+核电设备供应商》——2025-09-15

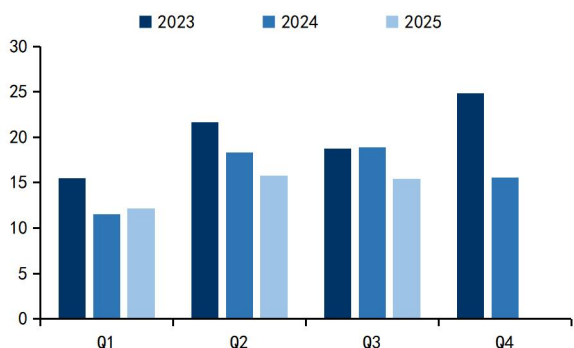
**订单延期交付致业绩有所承压。**2025 年前三季度，公司实现营业收入 43.33 亿元，同比减少 11.20%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比降低 58.31%，主要系公司部分订单延迟交付，及本期无上年同期处置可胜技术形成的股权转让收益所致；实现扣非归母净利润 1.50 亿元，同比降低 11.15%。单三季度，公司营业收入为 15.39 亿元，同比降低 18.64%，环比降低 2.67%；归母净利润为 0.29 亿元，同比降低 64.60%，环比降低 69.44%；扣非归母净利润为 0.21 亿元，同比降低 21.63%，环比降低 73.68%。

**图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）**


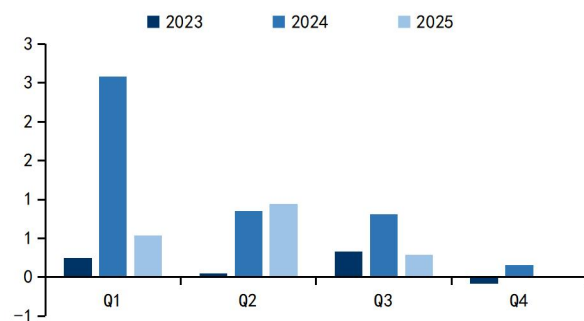
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）**


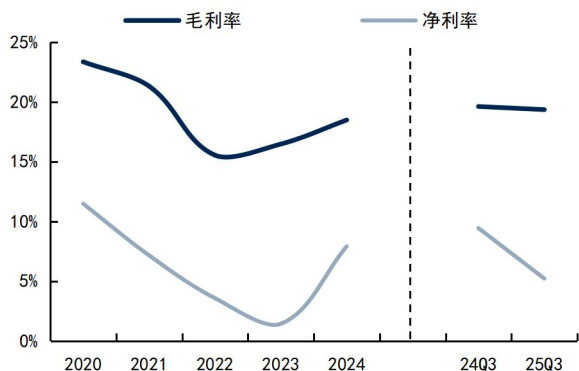
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利能力有所下降。**2025 年前三季度，公司业绩承压，盈利能力有所下降，毛利率为 19.34%，同比降低 0.26pct；净利率为 5.21%，同比降低 4.22pct；前三季度销售期间费用率合计 13.81%，同比提高 0.90pct，其中销售费用率 1.68%，同比降低 0.41%；管理费用率 4.96%，同比提高 0.13pct；财务费用率 0.76%，同比提高 0.59pct，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，以及人民币兑换美元汇率较年初升值，公司持有以美元计价的外币资产汇兑损失增加所致；研发费用率 6.41%，同比提高 0.59pct。

**ROE 同比下降，经营性现金流增加。**2025 年前三季度，公司 ROE 为 4.14%，同比显著降低 6.30pct，除净利率降低影响外，公司资产周转率为 0.29 次，较上年同期下降 0.02 次，权益乘数 3.12，较上年同期降低 0.73。公司加强应收款管理，积极回收货款，并加强现金收支平衡管理，经营性现金净流入 3.48 亿元，同比大

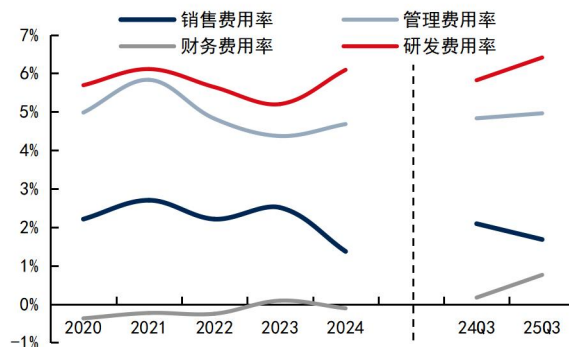
幅增加 130.5%；投资性现金流由净流入转为净流出 4.39 亿元，主要系本期购买银行结构性理财产品大额定期存单增加现金流出，及无上年同期受到可胜公司、中光新能源公司股权转让款所致；融资性现金净流出 4.11 亿元，同比减少 54.9%，主要系公司及控股子公司现金分红及归还银行贷款所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



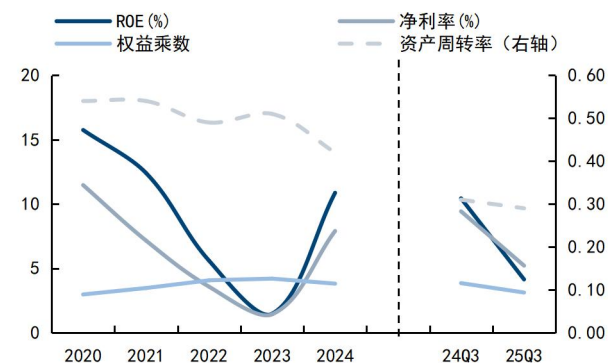
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**可转债赎回完成。**公司于 8 月 28 日发布提前赎回“西子转债”的公告，赎回登记日为 9 月 19 日。截至 9 月 19 日，“西子转债”累计转股数量为 1.01 亿股，占暂估前公司已发行股份总额的 13.65%，9 月 30 日“西子转债”完成摘牌。股份变动后，西子电梯集团、金润（香港）、公司实控人王水福分别直接持有公司 34.49%、19.35%、1.34%股份。

**新任董事长顶格增持股份，彰显发展信心。**9 月 29 日晚，公司发布董事长增持股份计划公告，新任董事长王克飞先生拟在 9 月 29 日起 6 个月内以集中竞价方式增持 0.3-0.5 亿元。截至 9 月 30 日，董事长合计增持 290 万股，占总股本的 0.35%，增持金额 0.5 亿元，增持计划实施完毕。公司新任董事长仅一日完成增持计划，并触及增持计划上限，反映出对公司未来持续稳定发展的信心。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。综合公司部分订单延期至四季度交付，预计对全年业务情况影响较小，维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.26/5.91/7.04 亿元，同比增长-3%/39%/19%，对应当前股价 PE 为 33.6/24.2/20.3 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
601727.SH	上海电气	9.40	1,462	0.05	0.09	0.17	0.21	167.9	106.6	54.0	45.1	1.4%	1.30	无
600875.SH	东方电气	21.40	769	0.94	1.19	1.39	1.54	17.0	18.0	15.4	13.9	7.7%	0.46	无
601399.SH	国机重装	3.69	268	0.06	0.07	0.08	0.10	51.4	54.0	43.7	37.5	3.1%	3.84	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 上海电气、东方电气、国机重装为 Wind 一致预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3841	3530	4239	4123	4736	营业收入	8079	6437	7162	8583	9725
应收款项	2167	2083	2134	2558	2898	营业成本	6750	5248	5820	6902	7749
存货净额	1399	1552	1719	2043	2297	营业税金及附加	44	47	40	48	55
其他流动资产	3326	2874	3198	3832	4341	销售费用	203	88	146	174	198
<b>流动资产合计</b>	<b>10733</b>	<b>10038</b>	<b>11290</b>	<b>12556</b>	<b>14272</b>	管理费用	391	341	370	425	469
固定资产	2169	2248	2225	2245	2332	财务费用	7	(7)	(32)	(37)	(42)
无形资产及其他	508	517	543	571	601	投资收益	61	312	50	100	100
投资性房地产	1996	1762	1762	1762	1762	资产减值及公允价值变动	(258)	(47)	100	0	0
长期股权投资	547	448	440	432	424	其他收入	(345)	(394)	(387)	(374)	(452)
<b>资产总计</b>	<b>15953</b>	<b>15013</b>	<b>16260</b>	<b>17566</b>	<b>19390</b>	营业利润	142	589	582	796	943
短期借款及交易性金融负债	1190	232	232	232	232	营业外净收支	(13)	6	(1)	(1)	(1)
应付款项	5346	4770	5283	6280	7058	利润总额	129	595	580	795	942
其他流动负债	2761	2968	3312	3939	4430	<b>所得税费用</b>	<b>13</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>119</b>	<b>141</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9297</b>	<b>7970</b>	<b>8827</b>	<b>10451</b>	<b>11720</b>	少数股东损益	61	69	67	85	96
长期借款及应付债券	1475	1546	1616	1651	1686	归属于母公司净利润	55	440	426	591	704
其他长期负债	830	785	785	785	785						
<b>长期负债合计</b>	<b>2304</b>	<b>2331</b>	<b>2401</b>	<b>2436</b>	<b>2471</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>11601</b>	<b>10301</b>	<b>11228</b>	<b>12887</b>	<b>14191</b>	净利润	55	440	426	591	704
少数股东权益	448	492	536	591	654	资产减值准备	190	(211)	116	23	(46)
股东权益	3904	4220	4496	4087	4545	折旧摊销	176	178	188	189	193
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15953</b>	<b>15013</b>	<b>16260</b>	<b>17566</b>	<b>19390</b>	公允价值变动损失	190	(211)	116	23	(46)
						财务费用	7	(7)	(32)	(37)	(42)
关键财务与估值指标						营运资本变动	103	15	314	242	166
每股收益	0.07	0.60	0.58	0.80	0.96	其它	(405)	356	(154)	(105)	(33)
每股红利	0.10	0.20	0.20	1.36	0.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>308</b>	<b>568</b>	<b>1005</b>	<b>964</b>	<b>939</b>
每股净资产	5.28	5.74	6.12	5.56	6.18	资本开支	(423)	(210)	(307)	(260)	(264)
ROIC	10.64%	10.29%	12%	16%	19%	其它投资现金流	25	0	0	0	0
ROE	1.40%	10.42%	9.47%	14.45%	15.49%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(359)</b>	<b>(166)</b>	<b>(299)</b>	<b>(252)</b>	<b>(256)</b>
毛利率	16%	18%	19%	20%	20%	权益性融资	186	19	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	6%	7%	8%	负债净变化	(201)	33	70	35	35
EBITDA Margin	7%	9%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(74)	(147)	(149)	(1000)	(246)
收入增长	10%	-20%	11%	20%	13%	其它融资现金流	135	(1309)	0	0	0
净利润增长率	-73%	706%	-3%	39%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>(1091)</b>	<b>3</b>	<b>(828)</b>	<b>(70)</b>
资产负债率	76%	72%	72%	77%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>227</b>	<b>(311)</b>	<b>710</b>	<b>(116)</b>	<b>613</b>
股息率	0.7%	1.4%	1.4%	9.3%	2.3%	货币资金的期初余额	3613	3841	3530	4239	4123
P/E	198.9	24.6	25.4	18.3	15.3	货币资金的期末余额	3841	3530	4239	4123	4736
P/B	2.8	2.6	2.4	2.6	2.4	企业自由现金流	0	350	577	680	725
EV/EBITDA	38.3	34.7	34.6	30.1	26.7	权益自由现金流	0	(925)	674	747	796

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032