

西子洁能 (002534.SZ)

优于大市

扣非业绩增长 78.5%，有望打开海外燃机配套设备市场成长空间

核心观点

四季度业绩亮眼，全年扣非业绩增长 78.5%。2025 年，公司实现营业收入 62.41 亿元，同比减少 3.03%；实现归母净利润 4.37 亿元，同比降低 0.73%；扣非归母净利润 2.56 亿元，同比增长 78.52%。公司扣非业绩增长主要系加强销售订单质量管控，主营业务销售毛利率及净利率水平较上年同期提高所致；归母净利润同比略降主要系上年同期处置可胜技术公司股权等因素导致本期非经常性收益同比减少所致。单四季度，公司营业收入为 19.08 亿元，同比提高 22.56%，环比提高 24.00%；归母净利润为 2.60 亿元，同比提高 1490.48%，环比提高 804%；扣非归母净利润为 1.06 亿元，同比提高 516.61%，环比提高 395.81%，四季度业绩大幅增长主要系子公司杭锅工业锅炉公司完成搬迁地块的产权移交手续，确认资产处置收益 2.44 亿元所致。

中标海外项目，有望打开海外燃机配套设备市场。4 月 3 日，公司发布公告，中标某集团公司燃气轮机配套 SCR 装置及催化剂采购项目，中标价格 3591 万人民币+398.99 万美元（未含税），合计约为人民币 6,345 万元（未含税，按照中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的当日人民币汇率中间价换算）。AIDC 高速发展，全球缺电背景下，燃气轮机需求高增，设备制造景气度高，公司此次中标有望打开海外燃机配套设备市场，为深耕北美市场、拓展全球化业务布局奠定基础。

光热熔盐储能车间和核电设备车间已投产，业务增长动能强劲。光热和熔盐储能行业方面，2025 年 12 月，国家发改委、国家能源局发布《关于促进光热发电规模化发展的若干意见（发改能源〔2025〕1645 号）》要求到 2030 年，光热发电总装机规模力争达到 1500 万千瓦左右，度电成本与煤电基本相当。同时，公司熔盐储能技术适配数据中心场景，能实现电力的“移峰填谷”，保障算力中心供电的稳定性与经济性；并可与液冷等先进散热技术深度结合，提供温控解决方案。公司募投项目西子新能源具备年产 580 台套光热太阳能吸热器、换热器及导热油换热器、锅炉项目的生产能力。核电行业方面，我国核电核准常态化，核电设备需求活跃，四代核电和可控核聚变商业化前景可观。公司设立合资公司西子核能，并拥有核级制造车间，加快向三代核电、四代核电研发和项目承接，积极对接国内可控核聚变实验项目争取切入机会。

年度分红 0.1 元/股。公司 2025 年度利润分配方案为每股派息 0.1 元（含税），以 2026 年 4 月 17 日收盘价 18.63 元/股计算，股息率为 0.5%。

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：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到全球燃气轮机需求旺盛，公司海外市场有望贡献新增量，上调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.98/7.78/8.69 亿元（2026/2027 年原预测为 5.91/7.04 亿元，新增 2028 年预测），同比增长 37%/30%/12%，对应当前股价 PE 为 26/20/18 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
--	------	------	-------	-------	-------

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 其他电源设备 II

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

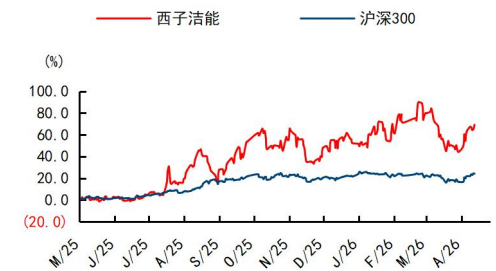
证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：崔佳诚
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	18.63 元
总市值/流通市值	15573/15377 百万元
52 周最高价/最低价	21.32/10.80 元
近 3 个月日均成交额	350.09 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) - 订单延期交付致业绩有所承压，新任董事长增持彰显信心》——2025-11-10

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

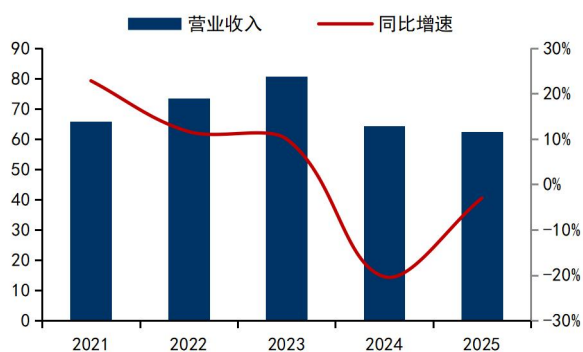
营业收入(百万元)	6,437	6,241	8,734	9,892	10,974
(+/-%)	-20.3%	-3.0%	39.9%	13.3%	10.9%
归母净利润(百万元)	440	437	598	778	869
(+/-%)	705.7%	-0.7%	37.0%	30.1%	11.7%
每股收益(元)	0.60	0.52	0.72	0.93	1.04
EBIT Margin	6.7%	6.5%	8.3%	9.1%	9.2%
净资产收益率(ROE)	10.4%	7.8%	10.0%	13.5%	13.7%
市盈率(PE)	31.1	35.7	26.0	20.0	17.9
EV/EBITDA	39.5	41.3	30.0	26.6	25.4
市净率(PB)	3.25	2.78	2.60	2.70	2.46

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

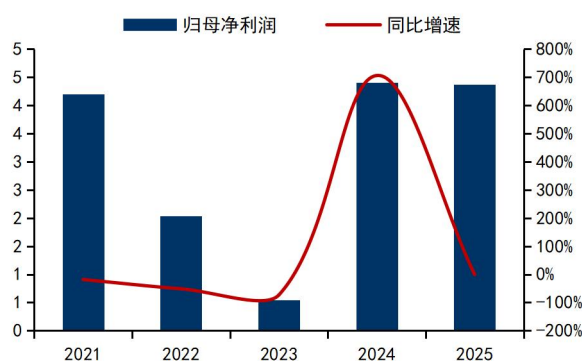
四季度业绩亮眼，全年扣非业绩增长 78.5%。2025 年，公司实现营业收入 62.41 亿元，同比减少 3.03%；实现归母净利润 4.37 亿元，同比降低 0.73%；扣非归母净利润 2.56 亿元，同比增长 78.52%。公司扣非业绩增长主要系加强销售订单质量管控，主营业务销售毛利率及净利率水平较上年同期提高所致；归母净利润同比略降主要系上年同期处置可胜技术公司股权等因素导致本期非经常性收益同比减少所致。单四季度，公司营业收入为 19.08 亿元，同比提高 22.56%，环比提高 24.00%；归母净利润为 2.60 亿元，同比提高 1490.48%，环比提高 804%；扣非归母净利润为 1.06 亿元，同比提高 516.61%，环比提高 395.81%，四季度业绩大幅增长主要系子公司杭锅工业锅炉公司完成搬迁地块的产权移交手续，确认资产处置收益 2.44 亿元所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



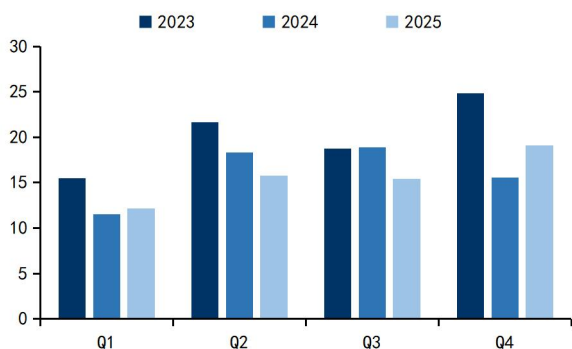
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



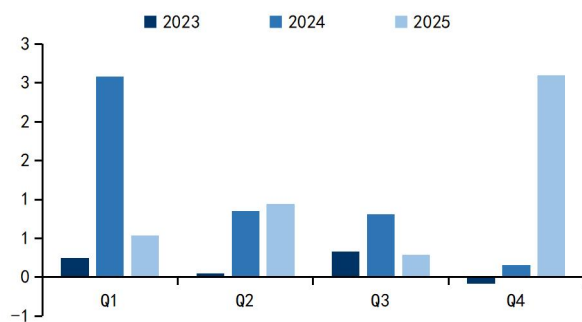
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



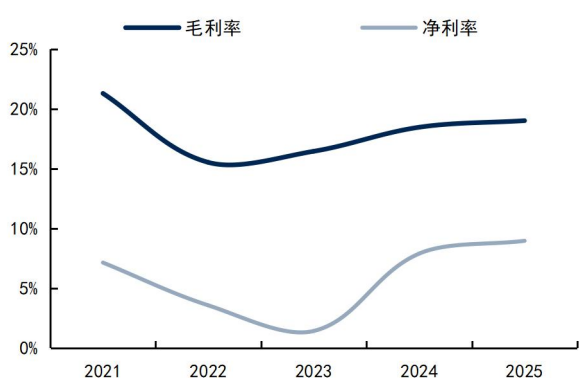
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力有所提高。2025 年公司毛利率为 19.02%，同比提高 0.55pct；净利率为 8.97%，同比提高 1.07pct；劝你销售期间费用率合计 12.87%，同比提高 0.84pct，其中销售费用率 1.69%，同比提高 0.32pct；管理费用率 4.83%，同比提高 0.15pct；财务费用率 0.54%，同比提高 0.65pct，主要系利息支出及汇兑损失增加，利息收入减少所致；研发费用率 5.81%，同比降低 0.28pct。

ROE 同比下降，经营性现金流增加。2025 年公司 ROE 为 9.52%，主要系可转债转股导致权益乘数由 3.81 降至 2.99 所致；公司资产周转率为 0.43 次，较上年同期提高 0.01 次。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，

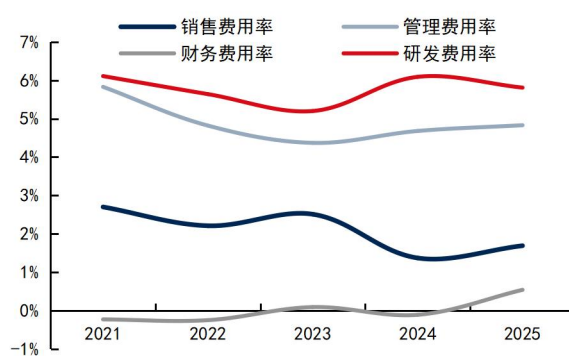
经营性现金净流入 7.62 亿元，同比增加 34.2%，主要系公司一方面持续优化订单质量，提升公司发货前收款比例，加强应收账款催收管理，积极回笼资金；另一方面公司加强原辅材料采购及生产运营管理，降低库存材料及在制品存货资金占用所致；投资性现金净流出 6.99 亿元，同比增加 321.1%，主要系子公司杭锅工业锅炉公司收到余杭区人民政府良渚街道办事处支付的补偿款 2.19 亿元，较上年同期收到可胜技术公司、中光股份公司等的股权转让款 4.96 亿元，投资性现金流入减少，及加大闲置资金购买低风险银行理财产品投资规模，银行定期存款及理财产品较上年同期增加净流出 2.49 亿元所致；融资性现金净流出 4.11 亿元，同比减少 54.9%，主要系本报告期除用于分配股东现金红利的资金流出较上年同期有所增加外，用于归还银行借款本金、支付银行借款及可转换债券利息的现金流出大幅减少所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



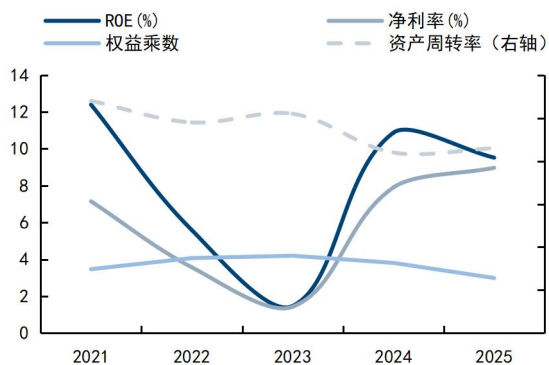
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

中标海外项目，有望打开海外燃机配套设备市场。4月3日，公司发布公告，中标某集团公司燃气轮机配套 SCR 装置及催化剂采购项目，中标价格 3591 万人民币 +398.99 万美元（未含税），合计约为人民币 6,345 万元（未含税，按照中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的当日人民币汇率中间价换算）。AIDC 高速发展，全球缺电背景下，燃气轮机需求高增，设备制造景气度高，公司此次中标有望打开海外燃机配套设备市场，为深耕北美市场、拓展全球化业务布局奠定基础。

光热熔盐储能车间和核电设备车间已投产，业务增长动能强劲。光热和熔盐储能行业方面，2025 年 12 月，国家发改委、国家能源局发布《关于促进光热发电规

模化发展的若干意见（发改能源〔2025〕1645号）》要求到2030年，光热发电总装机规模力争达到1500万千瓦左右，度电成本与煤电基本相当。同时，公司熔盐储能技术适配数据中心场景，能实现电力的“移峰填谷”，保障算力中心供电的稳定性与经济性；并可与液冷等先进散热技术深度结合，提供温控解决方案。公司募投项目西子新能源具备年产580台套光热太阳能吸热器、换热器及导热油换热器、锅炉项目的生产能力。核电行业方面，我国核电核准常态化，核电设备需求活跃，四代核电和可控核聚变商业化前景可观。公司设立合资公司西子核能，并拥有核级制造车间，加快向三代核电、四代核电研发和项目承接，积极对接国内可控核聚变实验项目争取切入机会。

年度分红 0.1 元/股。公司2025年度利润分配方案为每股派息0.1元（含税），以2026年4月17日收盘价18.63元/股计算，股息率为0.5%。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到全球燃气轮机需求旺盛，公司海外市场有望贡献新增量，上调盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为6.00/7.83/8.77亿元（2026/2027年原预测为5.91/7.04亿元，新增2028年预测），同比增长37%/31%/12%，对应当前股价PE为26/20/18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	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)	(26E)	
601727.SH	上海电气	8.07	1,254	0.08	0.10	0.15	0.19	110.9	82.4	53.2	42.9	2.2%	3.15	无
600875.SH	东方电气	41.72	1,443	1.11	1.38	1.65	2.06	21.9	30.2	25.3	20.3	9.0%	1.23	无
601399.SH	国机重装	4.23	305	0.06	0.09	0.10		74.4	48.5	42.4		3.2%	1.35	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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3530	3043	3862	3921	4882	营业收入	6437	6241	8734	9892	10974
应收款项	2083	1790	2558	2897	3214	营业成本	5248	5054	6930	7759	8585
存货净额	1552	1222	1682	1887	2091	营业税金及附加	47	69	69	79	87
其他流动资产	2874	3602	5040	5708	6332	销售费用	88	105	162	184	204
流动资产合计	10038	9657	13142	14414	16519	管理费用	341	348	445	481	516
固定资产	2248	2196	1891	1746	1556	财务费用	(7)	34	(68)	(77)	(88)
无形资产及其他	517	457	439	423	410	投资收益	312	45	50	100	100
投资性房地产	1762	1730	1730	1730	1730	资产减值及公允价值变动	(47)	(29)	100	0	0
长期股权投资	448	312	312	312	312	其他收入	(394)	(31)	(456)	(431)	(509)
资产总计	15013	14352	17513	18625	20527	营业利润	589	616	889	1137	1261
短期借款及交易性金融负债	232	74	74	74	74	营业外净收支	6	0	(2)	(2)	(2)
应付款项	4770	4463	6142	6891	7637	利润总额	595	617	886	1134	1259
其他流动负债	2968	2540	3498	3927	4353	所得税费用	86	57	133	170	189
流动负债合计	7970	7077	9715	10892	12064	少数股东损益	69	123	155	186	201
长期借款及应付债券	1546	293	328	363	398	归属于母公司净利润	440	437	598	778	869
其他长期负债	785	847	847	847	847						
长期负债合计	2331	1141	1176	1211	1246	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10301	8218	10890	12103	13309	净利润	440	437	598	778	869
少数股东权益	492	525	626	747	877	资产减值准备	(211)	(18)	86	(57)	2
股东权益	4220	5608	5997	5775	6340	折旧摊销	178	170	161	142	126
负债和股东权益总计	15013	14352	17513	18625	20527	公允价值变动损失	(211)	(18)	86	(57)	2
						财务费用	(7)	34	(68)	(77)	(88)
关键财务与估值指标						营运资本变动	15	(840)	(29)	(35)	26
每股收益	0.60	0.52	0.72	0.93	1.04	其它	356	1033	(104)	1	(59)
每股红利	0.20	0.10	0.25	1.20	0.36	经营活动现金流	568	762	799	770	965
每股净资产	5.74	6.71	7.17	6.91	7.58	资本开支	(210)	(143)	77	76	76
ROIC	10.29%	10.57%	16%	19%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10.42%	7.78%	9.97%	13.47%	13.71%	投资活动现金流	(166)	(699)	77	76	76
毛利率	18%	19%	21%	22%	22%	权益性融资	19	2	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	8%	9%	9%	负债净变化	33	(167)	35	35	35
EBITDA Margin	9%	9%	10%	11%	10%	支付股利、利息	(147)	(84)	(209)	(1000)	(304)
收入增长	-20%	-3%	40%	13%	11%	其它融资现金流	(1309)	672	0	0	0
净利润增长率	706%	-1%	37%	30%	12%	融资活动现金流	(1091)	(590)	(56)	(788)	(81)
资产负债率	72%	61%	66%	69%	69%	现金净变动	(311)	(487)	819	59	960
股息率	0.9%	0.5%	1.3%	6.4%	2.0%	货币资金的期初余额	3841	3530	3043	3862	3921
P/E	31.1	35.7	26.0	20.0	17.9	货币资金的期末余额	3530	3043	3862	3921	4882
P/B	3.2	2.8	2.6	2.7	2.5	企业自由现金流	0	(445)	821	947	1089
EV/EBITDA	39.5	41.3	30.0	26.6	25.4	权益自由现金流	0	60	914	1048	1199

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 ±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 ±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