

电力设备

2026年04月23日

西子洁能 (002534)

——扣非业绩高增长，光热、核电、海外多重驱动成长

2025 年年报业绩点评

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2026年04月23日

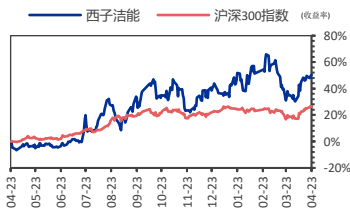
收盘价(元)	18.71
一年内最高/最低(元)	21.32/10.80
市净率	2.8
股息率%(分红/股价)	1.07
流通A股市值(百万元)	15,443
上证指数/深证成指	4,093.25/15,043.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产(元)	6.71
资产负债率%	57.26
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

- **事件：**公司披露 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入 62.41 亿元，同比下降 3.03%，2025 年归母净利润 4.37 亿元，同比下降 0.73%，扣非归母净利润 2.56 亿元，同比大幅增长 78.52%，业绩符合预期。
- **盈利能力显著修复，现金流持续改善。**公司 25 年营收出现小幅下滑，主要受部分海外锅炉设备交付延期影响，该批订单预计在 26 年 Q1 确认收入；利润端，25 年公司归母净利润与去年基本持平，但扣非归母净利润同比大幅增长 78.52%，核心盈利能力显著修复。利润增长的主要驱动因素为：1) 公司加强销售订单质量管控，主营业务销售毛利率水平较上年同期继续提高；2) 费用管控加强，营运效率改善。**现金流方面**，公司 2025 年经营性现金流净额达 7.62 亿元，同比大幅增长 34.15%，主要得益于公司加强在手订单预收款项催收及应收账款管理。**资本结构方面**，2025 年 9 月公司完成“西子转债”全部赎回，资产负债率由 68.59% (2025 年 6 月末) 降至 57.26% (2025 年末)，财务结构显著优化。
- **在手订单充足，订单结构持续优化。**25 年公司实现新增订单 59.98 亿元，其中余热锅炉新增 19.67 亿元，清洁环保能源装备新增 6.32 亿元，解决方案新增 26.88 亿元，备件及服务新增 7.11 亿元。解决方案新增订单占比达到 44.8%，已成为订单核心支柱。
- **余热锅炉业务稳健，海外 HRSG 有望带来业务增长。**公司作为国内余热锅炉头部公司，在手订单稳健，且全球天然气发电需求攀升（传统工业升级+数据中心供电），带动海外燃气轮机余热锅炉（HRSG）需求爆发，余热锅炉作为配套设备预计量价齐升。
- **熔盐+光热：技术壁垒深厚，订单加速释放。**公司在熔盐储能领域已建立显著技术优势和市场地位，在光热领域，公司已在 18 个项目中获取订单，在执行光热项目近 1.5GW。**核电装备：从常规岛向核安全级突破。**公司深耕核电 20 余年，已取得民用核二三级制造许可证。2025 年 8 月，公司设立了合资公司杭州西子核能科技有限公司，聚焦核岛关键设备，加快向三代核电、四代核电研发和项目承接。
- **海外占比提升，收入结构优化。**2025 年公司海外收入占比达到 14.39%，同比+4.6pct，且海外毛利率为 22.28%，高于国内 3.81pct，未来随着公司海外收入占比提升，有望进一步提升公司盈利能力。
- **上调 26 年盈利预测，维持公司增持评级。**我们前次预计公司 26-27 年归母净利润分别为 5.07/6 亿，本次预计公司 26-28 年归母净利润分别为 5.22/6.19/7.32（上调/上调/新增），公司为余热锅炉头部公司，多业务布局驱动长期成长，维持公司增持评级。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6,437	6,241	7,250	7,784	8,383
同比增长率(%)	-20.3	-3.0	16.2	7.4	7.7
归母净利润(百万元)	440	437	522	619	732
同比增长率(%)	705.7	-0.7	19.5	18.5	18.3
每股收益(元/股)	0.60	0.57	0.62	0.74	0.88
毛利率(%)	18.5	19.0	19.3	20.2	20.7
ROE(%)	10.4	7.8	8.7	9.5	10.3
市盈率	36	36	30	25	21

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,437	6,241	7,250	7,784	8,383
其中：营业收入	6,437	6,241	7,250	7,784	8,383
减：营业成本	5,248	5,054	5,851	6,211	6,645
减：税金及附加	47	69	80	85	92
主营业务利润	1,142	1,118	1,319	1,488	1,646
减：销售费用	88	105	145	156	168
减：管理费用	301	301	350	350	335
减：研发费用	392	362	420	428	419
减：财务费用	-7	34	-32	-28	-28
经营性利润	368	316	436	582	752
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-112	-14	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-47	-30	0	0	0
加：投资收益及其他	381	102	102	102	102
营业利润	589	616	779	925	1,096
加：营业外净收入	6	0	0	0	0
利润总额	595	617	779	925	1,096
减：所得税	86	57	110	132	158
净利润	509	560	669	793	938
少数股东损益	69	123	147	175	207
归属于母公司所有者的净利润	440	437	522	619	732

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 索取有关披露资料或登录 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@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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”) 在中华人民共和国境内 (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资目标、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。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。