

2026年04月13日

证券研究报告·2025年年报点评

西子洁能 (002534) 电力设备

当前价: 18.42元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

扣非净利润高增，海外订单增量可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年度报告, 实现营业收入 62.41 亿元, 同比下降 3.03%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.37 亿元, 同比下降 0.73%; 扣除非经常性损益后归母净利润 2.56 亿元, 同比提升 78.52%; 其中 25Q4 实现归母净利润为 2.6 亿元, 环比提升 804%。
- **围绕余热利用、光热储能、核能装备三大核心板块战略布局。** 公司成立于 1955 年, 前身为中国余热锅炉领军企业杭州锅炉集团股份有限公司, 公司锅炉产品覆盖燃机、干熄焦、垃圾焚烧等全场景, 余热利用率达 90.5%, 技术国际领先; 1998 年, 公司进军核能领域, 截至目前公司拥有民用核二三级制造许可证等稀缺资质, 是中广核、中核集团的长期供应商, 2025 年成立西子核能公司, 布局四代核电与可控核聚变配套装备; 公司亦是国内最早布局光热熔盐储能的企业之一, 自主研发的大功率熔盐吸热器、蒸汽发生系统为国家首台套技术, 应用于青海德令哈等项目。
- **在手订单充足, 海外订单有望放量。** 2025 年公司余热锅炉实现收入 14.0 亿元, 同比-37.2%, 主要系公司原计划于 2025 四季度交付的海外订单因客户现场不具备接货条件交付延后。公司核心聚焦余热锅炉出海, “一带一路” 战略是公司出海的重要路径, 标志性项目包括巴林铝业自备电站 9H 级燃气轮机余热锅炉项目、尼日利亚 12 台 9E 燃机余热锅炉项目, 马来西亚 2 台 F 级燃气余热锅炉项目, 马来西亚项目标志着公司余热锅炉产品再次进入高端燃气发电市场, 报告期内公司新签余热锅炉订单 19.7 亿元, 同比提升 16.8%, 公司余热锅炉在手订单充足, 伴随海外燃机市场需求爆发, 公司海外订单有望放量。
- **“传统能源+新能源” 双轮驱动, 光热、核电布局打开新空间。** 新能源业务方面, 公司多点开花: 1) 熔盐储能: 已落地西子航空零碳工厂、绍兴绿电熔盐储能示范项目等多个标杆工程, 并积极布局“能源+算力” 新模式, 与清微智能签署战略合作协议; 2) 光热发电: 公司在光热领域先发优势显著, 已在 18 个项目中获取订单, 在执行项目近 1.5GW; 3) 核电: 作为新的战略增长点, 公司于 2025 年 8 月成立合资公司杭州西子核能科技有限公司, 并升级核电专用制造车间, 积极拓展三代、四代核电及可控核聚变领域。
- **盈利预测。** 公司作为国内余热锅炉龙头, 在全球算力中心建设带动的燃机需求中具备优势, 传统主业通过加速出海有望打开新增长空间, 公司前瞻性布局的熔盐储能、光热发电、核电等新能源业务正逐步进入收获期, 有望打造第二增长曲线。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.20/6.35/7.77 亿元, 对应 EPS 分别为 0.62/0.76/0.93 元。
- **风险提示:** 宏观经济大幅波动风险, 行业竞争加剧风险, 上网电价下滑及补贴不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6241.29	7261.38	8448.72	9851.72
增长率	-3.03%	16.34%	16.35%	16.61%
归属母公司净利润(百万元)	436.58	519.69	635.44	777.43
增长率	-0.73%	19.04%	22.27%	22.35%
每股收益EPS(元)	0.52	0.62	0.76	0.93
净资产收益率ROE	9.13%	10.61%	11.83%	11.95%
PE	35.3	29.6	24.2	19.8
PB	2.51	2.27	2.04	1.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 巢语欢

执业证号: S1250524090002

电话: 021-58351923

邮箱: cyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.36
流通 A 股(亿股)	8.25
52 周内股价区间(元)	10.83-20.92
总市值(亿元)	149.63
总资产(亿元)	143.52
每股净资产(元)	6.71

相关研究

1 国内余热锅炉龙头，进军核能和光热发电

1.1 深耕清洁能源装备七十余载，增持+员工激励坚定发展信心

围绕余热利用、光热储能、核能装备三大核心板块战略布局。公司成立于 1955 年，前身为中国余热锅炉领军企业杭州锅炉集团股份有限公司，是国内最早从事余热锅炉研发和制造的企业之一。公司围绕“余热利用、光热储能、核能装备”三大核心板块战略布局，锅炉产品覆盖燃机、干熄焦、垃圾焚烧等全场景，余热利用率达 90.5%，技术国际领先；1998 年，公司进军核能领域，截至目前公司拥有民用核二三级制造许可证等稀缺资质，是中广核、中核集团的长期供应商，2025 年成立西子核能公司，布局四代核电与可控核聚变配套装备；公司亦是国内最早布局光热熔盐储能的企业之一，自主研发的大功率熔盐吸热器、蒸汽发生系统为国家首台套技术，应用于青海德令哈等项目。

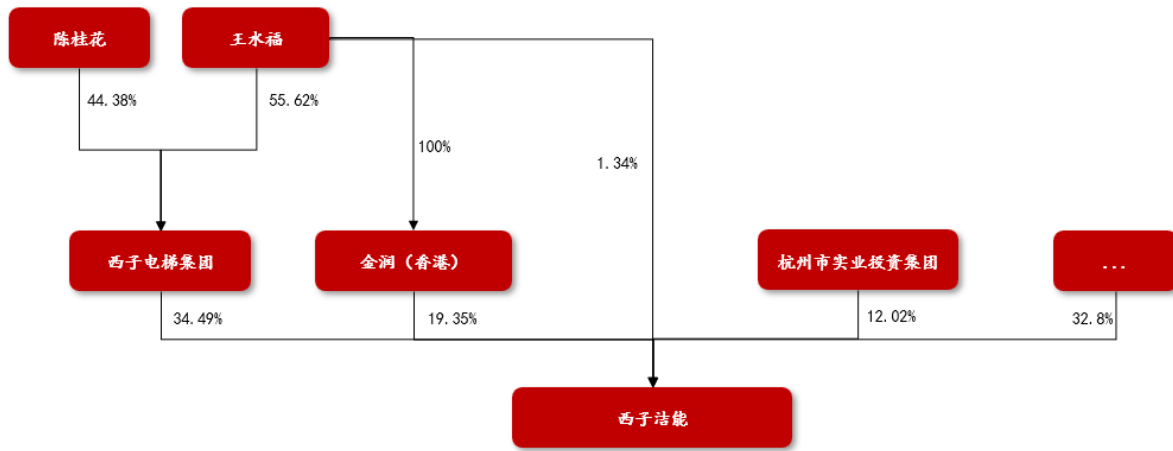
公司主营业务涉及余热锅炉、生物质锅炉、循环流化床锅炉、燃气锅炉、盾构机等新装备的咨询、研发、生产、销售、安装，以及 EPC、锅炉维修、升级改造、智慧锅炉、智慧工厂等新服务。同时提供新能源领域全生命周期的智慧服务，并将业务链延伸至新能源投资运营。

表 1：公司主营业务分类

产品分类	主要产品
余热锅炉	燃机余热锅炉、干熄焦余热锅炉、烧结机余热锅炉、水泥窑余热锅炉等其他余热锅炉，热水锅炉，电站锅炉（循环流化床锅炉、煤粉炉、高炉煤气等），电站辅机（高压加热器、低压加热器、除氧器、冷凝器）等
清洁环保能源装备	垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉、天然气锅炉（L 型及 D 型）、废水废气废物（包括污泥）锅炉、熔盐吸热器、熔盐换热器、熔盐储罐、低氮燃烧、SCR/SNCR 设备等，核电设备（核电常规岛辅机、民用核二三级设备）等
解决方案	包含但不限于以熔盐储能、导热油换热器、石化化工换热器、海水淡化装置、气化炉（容器、热交换器）等其他换热器及压力容器为核心设备的 EP/EPC/PC 等综合解决方案项目
备件及服务	备件包括过热器、省煤器等部件，服务包括技术服务、项目改造工程、维修维保等业务

数据来源：公司公告，西南证券整理

实控人为前任董事长，新董事长增持彰显信心。截至报告期，公司第一大股东西子电梯集团有限公司持有公司 34.49% 股权，第二大股东金润（香港）有限公司持有 19.35% 股权，第三大股东杭州市实业投资集团有限公司持有 12.02%，实控人为前任董事长王水福，直接和间接合计控制 55.18% 的股权；2025 年 5 月 16 日，公司董事会同意选举王克飞先生（王水福先生之子）担任公司董事长及法定代表人，截至 2025 年 9 月 30 日，王克飞先生以集中竞价交易方式合计增持公司股份 290 万股，占公司总股本的 0.3469%，增持金额为 4956.4 万元。

图 1：公司股权结构图（仅列示持股占比 5.0%以上股东）


数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2025 年年报）

实施员工持股计划，完善激励机制。2023 年 4 月 29 日，公司发布 2023 年员工持股计划（草案）公告，本次员工持股计划的授予对象包括公司部分董事、监事、高级管理人员 8 人，公司中层干部及优秀骨干员工不超过 192 人，合计不超过 200 人。本员工持股计划的股票购买价格为 8.55 元/股。业绩考核期为 2023-2026 年，以 2022 年为基期，按照 A 档考核要求，2023-2026 年的净利润增长率分别不低于 25%/56%/95%/144%，即 2023-2026 年净利润分别不低于 2.55/3.18/3.98/4.98 亿元。

表 2：公司员工持股计划业绩考核目标

解锁批次	业绩考核目标 A（解锁比例 100%）	业绩考核目标 B（解锁比例 80%）
考核基准年度	以公司 2022 年净利润为基数	
第一个解锁期	2023 年净利润增长率不低于 25%	2023 年净利润增长率不低于 25%
第二个解锁期	2024 年净利润增长率不低于 56%	2024 年净利润增长率不低于 44%
第三个解锁期	2025 年净利润增长率不低于 95%	2025 年净利润增长率不低于 95%
第四个解锁期	2026 年净利润增长率不低于 144%	2026 年净利润增长率不低于 107%

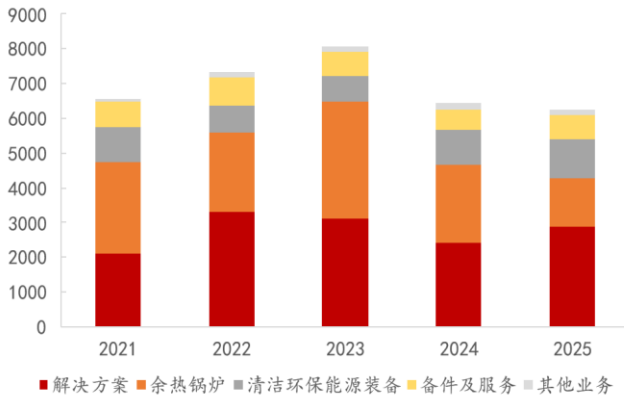
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 海外订单放量可期，核能+光热发电构建第二增长曲线

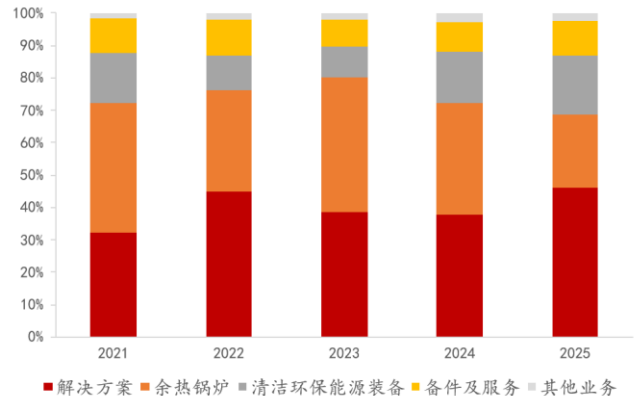
公司主要从事余热锅炉、清洁能源发电装备等产品的咨询、研发、生产、销售、安装及工程总承包业务，为客户提供节能环保设备和能源利用整体解决方案。

公司是国内燃机余热锅炉龙头，余热利用率达 90.5%，处于国际领先水平，公司主导的多个产品市占率长期保持国内第一。1958 年公司成功研制首台发电机组锅炉，奠定锅炉制造基础，1990 年代末，公司自主研发 9E 级大型燃机余热锅炉，打破国外垄断，实现国产化，2002 年，与全球 HRSG 巨头美国 N/E 公司签订技术转让协议，成为美国 NE 公司全球最大的技术转让方。

2025 年公司余热锅炉实现收入 14.0 亿元，同比+37.2%，系公司原计划于 2025 四季度交付的海外订单因客户现场不具备接货条件交付延后。

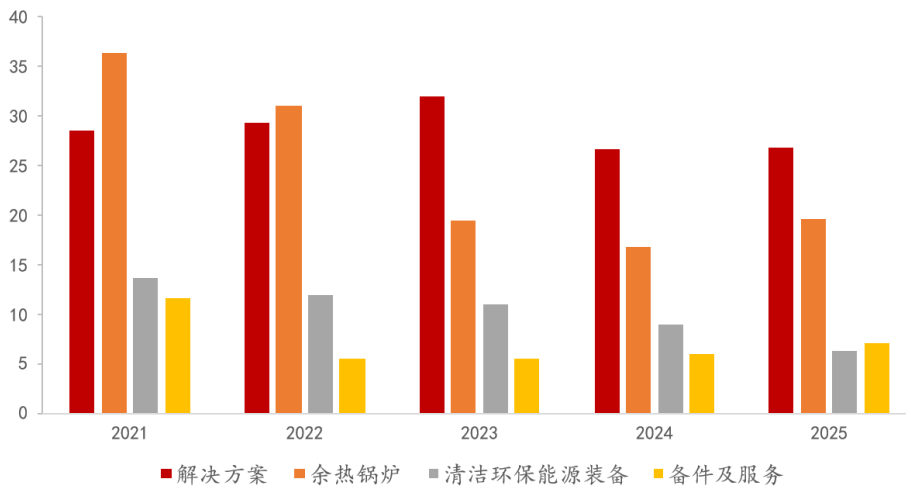
图 2：2025 年公司余热锅炉收入同比-37.2% (百万元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 3：2025 年公司余热锅炉收入占比 22.4%


数据来源：Wind, 西南证券整理

在手订单充足，海外市场取得突破。公司核心聚焦余热锅炉出海，“一带一路”战略是公司出海的重要路径，标志性项目包括巴林铝业自备电站 9H 级燃气轮机余热锅炉项目、尼日利亚 12 台 9E 燃机余热锅炉项目，马来西亚 2 台 F 级燃气余热锅炉项目，马来西亚项目标志着公司余热锅炉产品再次进入高端燃气发电市场，报告期内公司新签余热锅炉订单 19.7 亿元，同比提升 16.8%，公司余热锅炉在手订单充足，伴随海外燃机市场需求爆发，公司海外订单有望放量。

图 4：2021-2025 公司新签订单情况 (亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

深耕核电领域 20 余年，是中广核、中核集团长期供应商。公司 1998 年与法国 ALSTOM 公司合作进入核电常规岛装备制造领域，在核电常规岛给水加热设备上形成自主核心技术，2008 年独立自主获得某大型核电项目相关订单，2018 年获颁“民用核安全设备制造许可证(核 2、3 级压力容器、储罐、热交换器)”。截至报告期末，公司先后为全国多座核电站提供 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，已经成为中广核集团、中核集团的合格供应商。

图 5：公司核电产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

升级制造车间，成立核能公司。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，公司聚焦核岛关键设备的研发生产制造，积极拓展核电设备国内外合作，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。此外，公司推进崇贤制造基地核电专用清洁车间建设。该车间规划面积 6480 平方米，严格按核级设备制造标准建设，可承接核级压力容器、储罐、换热器等高端产品制造。项目分两期推进，一期 2025 年 9 月已建成投产。

图 6：阳江核电 100MW 常规岛辅机项目


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 7：深圳岭澳核电 100MW 常规岛辅机项目


数据来源：公司官网，西南证券整理

光热发电行业先行者，具备市场和技术先发优势。公司从 2010 年开始进军光热领域，是我国最早从事光热发电研发与推广应用的单位之一，公司聚焦塔式熔盐光热发电核心环节，主攻吸热器、熔盐蒸汽发生系统、储换热装备，是国内少数掌握熔盐储能全链条核心技术的企业，在光热领域，截至报告期末，相应设备在已完成和在建光热项目招投标过程中，公司在 18 个项目中获取订单，其中青海中控德令哈熔盐塔式、中电建青海共和、鲁能海西州、玉门新奥、金塔中光、国电投哈密等已完成项目 7 个，另有中广核白城大安 100MW 光热等 10 余个在建、中标项目，在执行光热项目近 1.5GW。

图 8：公司光热业务产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

积极拓展熔盐储能在 AIDC 应用，与清微签署合作协议。公司从 2010 年开始，就致力于熔盐储热-蒸汽发生系统等关键热力设备及系统的研究，公司自主研发的“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”并荣获国家能源领域首台（套）重大技术装备，同时具备丰富的项目建设和运营经验。依托熔盐储能技术，公司已建成国内首个零碳工厂-西子航空零碳工厂、浙江省最大的用户侧熔盐储能项目——绍兴绿电熔盐储能项目。

公司熔盐储能技术在 AIDC 场景中展现出独特的适配性：一方面能实现电力的“移峰填谷”，有效平抑电网负荷波动，保障算力中心供电的稳定性与经济性；另一方面，其储热特性可与液冷等先进散热技术深度结合，为高密度算力集群提供高效、精准的温控解决方案，真正达成“电—热—算”一体化协同。

1 月 16 日，公司与北京清微智能科技有限公司正式签署战略合作协议。双方将围绕人工智能数据中心（AIDC）建设，推动算力和能源建设等全方位合作，共同开启“能源+算力”新纪元。根据协议，双方将充分发挥各自优势，协同开展合作和项目推进：

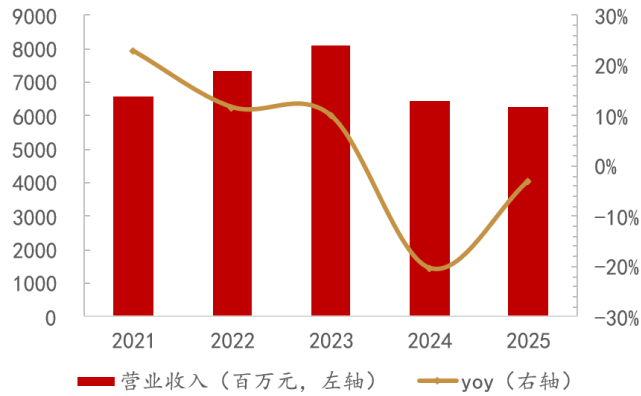
- 第一，共同推动绿色智算中心与储能设施的一体化建设。清微智能将提供基于可重构计算技术的高能效算力集群解决方案，公司则量身定制以熔盐储能为核心的零碳供能方案，该方案可利用绿电储能，降低智算中心碳排放与用电成本。
- 第二，合作开展面向云厂商的绿色算力中心服务。清微智能负责提供算力底座与建设支撑，公司贡献先进的储能技术与零碳建设方案，共同帮助云厂商优化 PUE（能源使用效率）指标与可持续发展目标，拓展高增长市场。

公司此次与清微智能的战略携手，是公司主动布局“智能+能源”交叉领域的关键一步。展望未来，双方将通过组建专项工作小组、建立常态化沟通机制，将协议蓝图转化为具体项目，共同探索算力中心储能的创新模式，为我国人工智能产业的绿色可持续发展，注入一股强劲而智慧的“零碳”动力。

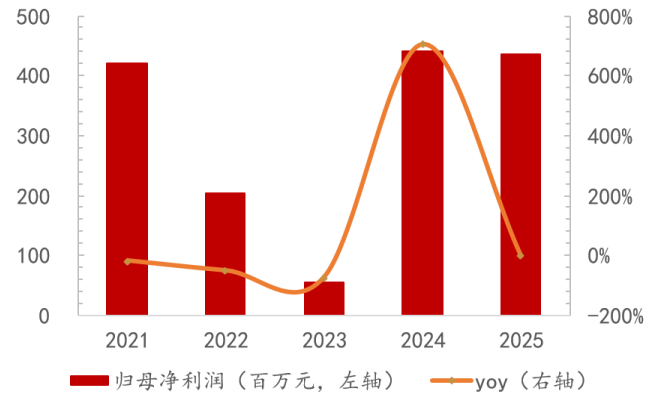
1.3 财务分析：盈利能力大幅修复，经营性现金流改善

盈利质量进一步提升，扣非利润高增 78.5%。2021-2023 年，公司业务保持稳健增长，2024 年，受锅炉行业竞争加剧影响，公司主动放弃部分毛利率较低的余热锅炉产品订单，导致收入同比下降 20.3%，另一方面公司通过控制采购成本和优化生产流程进一步提升业务毛利率，归母净利润同比提升 705.7%；2025 年公司实现营收 22.4 亿元，同比下降 3.0%；

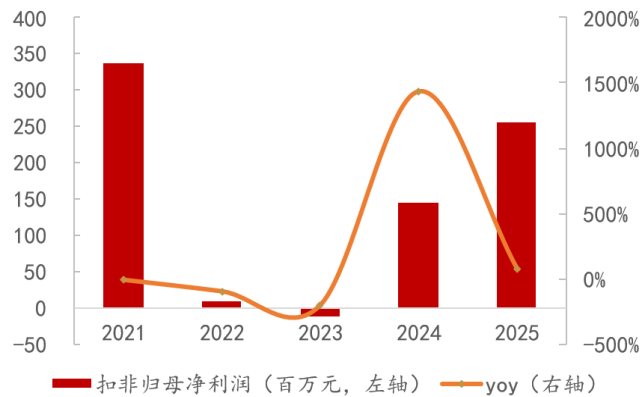
实现归母净利润 4.4 亿元，同比下降 0.7%；扣非归母净利润 2.6 亿元，同比提升 78.5%；其中 25Q4 公司实现营收约 19.1 亿元，环比提升 24.0%，归母净利润为 2.6 亿元，环比提升 804%，报告期内公司加强销售订单质量管控，主营业务销售毛利率水平较上年同期继续提高，此外，计提的预期信用损失及资产减值损失较上年同期减少，直接增厚扣非归母净利润。

图 9：2025 年公司实现营业收入 62.4 亿元（同比-3.0%）


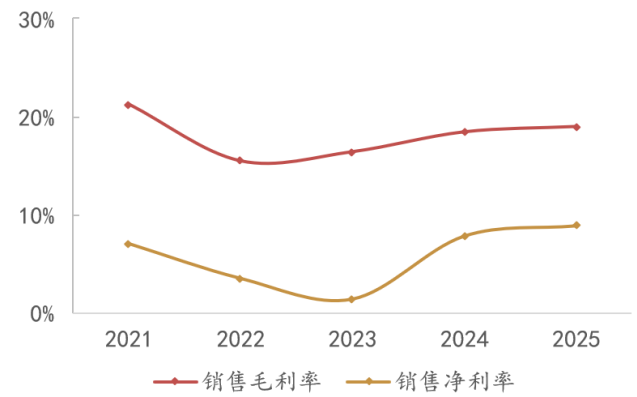
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：2025 年公司实现归母净利润 4.4 亿元（同比-0.7%）


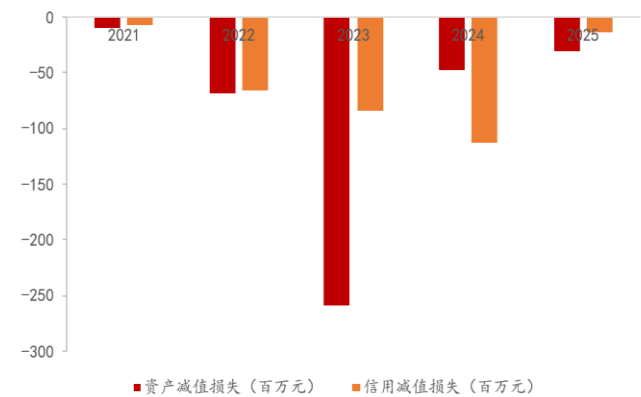
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2025 年公司扣非归母净利润达 2.6 亿元（同比+78.5%）


数据来源：Wind, 西南证券整理

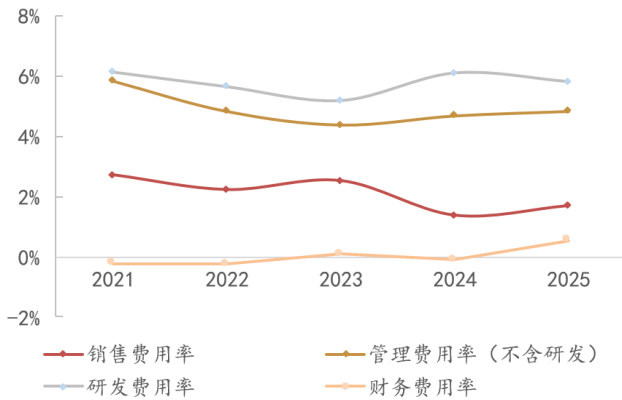
图 12：2025 年公司销售净利率达 8.97%


数据来源：Wind, 西南证券整理

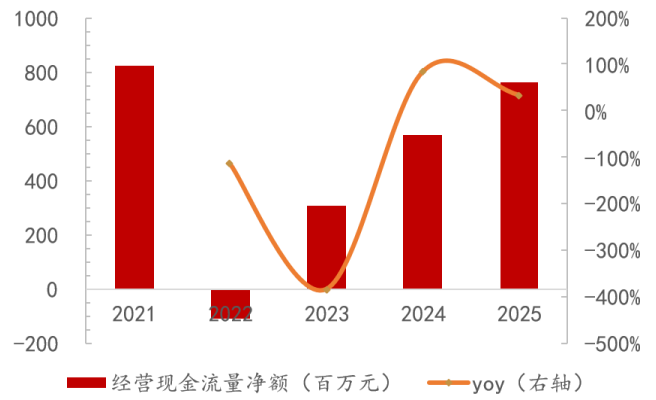
图 13：公司信用减值损失及资产减值损失同比减少


数据来源：Wind, 西南证券整理

期间费用率较稳定，经营性现金流明显提升。2025 年公司期间费用率达 12.9%，同比提升 0.9 个百分点，整体较稳定，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.7%/4.8%/5.8%/0.5%；2025 年公司实现经营性现金流净额 7.6 亿元，同比提升 34%。公司经营活动现金净流入明显提升主要系报告期内公司加强应收账款及存货管理，营运资金占用总额有所下降。

图 14：公司期间费用率较稳定


数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2025 年公司实现经营性现金流净额 7.6 亿元(同比+34%)


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

解决方案：全球“双碳”目标下，高效节能锅炉、生物质锅炉、垃圾发电锅炉等清洁能源设备需求上升，我们假设该业务 26-28 年收入增速分别为 16%/15%/15%，毛利率分别为 15%/15.5%/15%。

余热锅炉：伴随海外 AIDC 燃气轮机景气度上升，海外余热锅炉逐步供不应求，海外订单有望外溢到国内厂商，公司作为国内余热锅炉龙头，核心聚焦海外业务开发，因此我们假设该业务 26-28 年收入增速分别为 20%/21%/21%，毛利率分别为 23%/24%/23%。

清洁环保能源装备：截至 2025 年底，我国光热发电机组累计装机容量达到 182 万千瓦，同比增长 107%，在装机提升的背景下，公司光热发电设备订单有望持续提升；另外公司积极探索熔盐储能与 AIDC 领域的应用，2026 年已经与清微智能签署战略合作协议；此外，近年来我国核电项目审批持续回暖，有望拉动核电设备需求释放。因此我们假设该业务 26-28 年收入增速分别为 15%/16%/17%，毛利率稳定在 17%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
解决方案	收入	2,883.71	3345	3847	4424
	增速	19.3%	16.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	15.7%	15.0%	15.5%	15.0%
余热锅炉	收入	1,399.08	1679	2031	2458
	增速	-37.2%	20.0%	21.0%	21.0%
	毛利率	20.0%	23.0%	24.0%	23.0%
清洁能源环保装备	收入	1,132.84	1303	1511	1768
	增速	10.5%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%
备件及服务	收入	676.74	778	895	1029
	增速	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	26.3%	26.0%	26.4%	26.4%
其他	收入	149	156	164	172
	增速	-13.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	51.4%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	6,241.29	7261	8449	9852
	增速	-3.0%	16.3%	16.4%	16.6%
	毛利率	19.0%	18.3%	18.9%	18.5%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了主业相近的博盈特焊、应流股份、华光环能作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2027 年三家公司平均 PE 为 45、32 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 72.6、84.5、98.5 亿元，归母净利润分别为 5.20、6.35、7.77 亿元，对应 PE 为 30、24、20 倍。公司作为国内余热锅炉龙头，在全球算力中心建设带动的燃机需求中具备优势，传统主业通过加速出海有望打开新增长空间，公司前瞻性布局的熔盐储能、光热发电、核电等新能源业务正逐步进入收获期，有望打造第二增长曲线。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A/E	26E	27E	28E	25A/E	26E	27E	28E
301468.SZ	博盈特焊	53.15	0.51	1.39	2.31	-	103.99	38.21	23.05	-
603308.SH	应流股份	68.28	0.62	0.91	1.27	-	110.75	75.02	53.61	-
600475.SH	华光环能	17.57	0.71	0.77	0.86	-	24.77	22.84	20.47	-
平均值							79.84	45.35	32.38	-
002534.SZ	西子洁能	18.42	0.52	0.62	0.76	0.93	32.11	29.63	24.23	19.81

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 4 月 13 日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6241.29	7261.38	8448.72	9851.72	净利润	559.86	718.48	895.03	1010.49
营业成本	5054.45	5934.02	6855.30	8033.24	折旧与摊销	169.72	161.19	162.86	165.35
营业税金及附加	68.50	79.70	92.73	108.13	财务费用	33.99	-18.87	-30.92	-44.21
销售费用	105.39	122.61	142.66	166.35	资产减值损失	-30.24	-4.00	-3.00	-5.00
管理费用	301.14	350.36	407.65	475.35	经营营运资本变动	-19.09	530.57	162.69	253.73
财务费用	33.99	-18.87	-30.92	-44.21	其他	47.92	57.88	118.30	117.36
资产减值损失	-30.24	-4.00	-3.00	-5.00	经营活动现金流净额	762.15	1445.26	1304.96	1497.72
投资收益	44.78	20.00	21.00	23.00	资本支出	12.74	-24.20	-43.20	-52.10
公允价值变动损益	1.13	1.13	1.13	1.13	其他	-712.15	285.96	-66.14	53.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-699.40	261.76	-109.34	1.46
营业利润	616.24	810.69	1000.43	1132.00	短期借款	-139.03	572.66	-187.47	-316.56
其他非经营损益	0.29	-3.82	-1.88	-2.17	长期借款	-166.84	-124.30	-109.20	-124.00
利润总额	616.53	806.87	998.55	1129.83	股权融资	1225.46	0.00	0.00	0.00
所得税	56.67	88.39	103.52	119.34	支付股利	-83.59	-82.95	-98.74	-120.73
净利润	559.86	718.48	895.03	1010.49	其他	-1425.73	-32.55	30.92	44.21
少数股东损益	123.28	198.79	259.59	233.06	筹资活动现金流净额	-589.74	332.86	-364.48	-517.08
归属母公司股东净利润	436.58	519.69	635.44	777.43	现金流量净额	-532.35	2039.88	831.13	982.10
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3043.09	5082.97	5914.10	6896.20	成长能力				
应收和预付款项	2075.74	2542.43	2945.28	3420.02	销售收入增长率	-3.03%	16.34%	16.35%	16.61%
存货	1222.15	1513.85	1779.16	2066.86	营业利润增长率	4.60%	31.55%	23.40%	13.15%
其他流动资产	3315.70	665.36	780.36	776.73	净利润增长率	10.04%	28.33%	24.57%	12.90%
长期股权投资	311.86	311.86	311.86	311.86	EBITDA 增长率	7.84%	16.23%	18.82%	10.66%
投资性房地产	1100.79	1111.67	1108.04	1109.25	获利能力				
固定资产和在建工程	2174.91	2060.00	1963.06	1872.90	毛利率	19.02%	18.28%	18.86%	18.46%
无形资产和开发支出	512.78	491.77	470.11	448.08	三费率	7.06%	6.25%	6.15%	6.06%
其他非流动资产	594.59	593.52	592.46	591.40	净利率	8.97%	9.89%	10.59%	10.26%
资产总计	14351.60	14373.43	15864.44	17493.31	ROE	9.13%	10.61%	11.83%	11.95%
短期借款	23.00	595.67	408.20	91.64	ROA	3.90%	5.00%	5.64%	5.78%
应付和预收款项	4705.81	5454.13	6361.96	7434.78	ROIC	11.44%	14.10%	16.73%	17.25%
长期借款	293.23	168.93	59.73	-64.27	EBITDA/销售收入	13.14%	13.12%	13.40%	12.72%
其他负债	3195.93	1385.53	1469.09	1575.93	营运能力				
负债合计	8217.97	7604.26	8298.98	9038.09	总资产周转率	0.43	0.51	0.56	0.59
股本	835.94	835.94	835.94	835.94	固定资产周转率	2.87	3.52	4.34	5.32
资本公积	1904.70	1904.70	1904.70	1904.70	应收账款周转率	3.02	3.52	3.43	3.44
留存收益	2812.56	3249.30	3786.00	4442.70	存货周转率	3.50	4.16	4.02	4.06
归属母公司股东权益	5608.48	6045.22	6581.92	7238.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.08%	—	—	—
少数股东权益	525.15	723.95	983.54	1216.59	资本结构				
股东权益合计	6133.64	6769.17	7565.46	8455.21	资产负债率	57.26%	52.90%	52.31%	51.67%
负债和股东权益合计	14351.60	14373.43	15864.44	17493.31	带息债务/总负债	3.85%	10.05%	5.64%	0.30%
					流动比率	1.36	1.49	1.54	1.59
					速动比率	1.19	1.26	1.30	1.34
					股利支付率	19.15%	15.96%	15.54%	15.53%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	819.94	953.01	1132.37	1253.13	每股收益	0.52	0.62	0.76	0.93
PE	35.27	29.63	24.23	19.81	每股净资产	7.34	8.10	9.05	10.11
PB	2.51	2.27	2.04	1.82	每股经营现金	0.91	1.73	1.56	1.79
PS	2.47	2.12	1.82	1.56	每股股利	0.10	0.10	0.12	0.14
EV/EBITDA	9.78	6.95	4.78	3.20					
股息率	0.54%	0.54%	0.64%	0.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
