



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026 年 05 月 03 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	17.60
总市值（亿元）	147.12
总股本（亿股）	8.36

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：王帅

S0190521110001
wangshuai21@xyzq.com.cn

分析师：胡璘心

S0190526020003
hujinxin@xyzq.com.cn

分析师：侯立森

S0190526030002
houlisen@xyzq.com.cn

西子洁能(002534.SZ)

2025 年年报及 2026 年一季报点评：毛利率稳步提升，把握数据中心带来新机遇

投资要点：

- **事件：**公司发布年报及一季报，2025 年公司实现营收 62.41 亿元，同比-3.03%，实现归母净利润 4.37 亿元，同比-0.73%，实现扣非归母净利润 2.56 亿元，同比+78.52%。2026Q1 公司实现营收 10.96 亿元，同比-9.65%，实现归母净利润 0.60 亿元，同比+12.15%，实现扣非归母净利润 0.35 亿元，同比-25.50%。2025 年公司销售毛利率 19.02%，同比+0.54pct，2026Q1 销售毛利率 22.92%，同比+1.91pct。
- **主业盈利能力大幅提升，深耕海外市场重点项目不断落地。**2025 年，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；同时，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，2025 年度经营活动现金净流入明显提升，计提的预期信用损失及资产减值损失较上年同期减少，公司全年实现扣非归母净利润 2.56 亿元，同比+78.52%，盈利能力大幅提升。2025 年，西子工程与尼日利亚荣泰能源科技有限公司正式签署荣泰热电厂 1×80MW 工程总承包合同，标志着双方从设计协作迈入全方位工程建设深度协同阶段；斯里兰卡 Kerawalapitiya 二期 350MW 联合循环电站项目，历经五年规划与建设，于 2025 年 9 月 17 日正式开机投运；西子洁能与欧洲天楹（Europe Tianying BV）合作的法国 Novasteam 垃圾焚烧发电项目取得重要进展，标志着公司首个欧标 ODM 锅炉项目成功交付，为欧洲绿色能源发展注入了中国智慧与技术力量。
- **全球算力需求提升带动能源需求高增，公司全力推动燃气轮机余热锅炉海外交付。**2026 年 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。双方围绕人工智能数据中心建设，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。此次双方的合作，核心在于实现“能源+算力”的协同创新，将技术互补性转化为切实的产业竞争力。全球天然气发电需求持续攀升（传统工业+数据中心供电需求），伴随国际关系缓和的契机，公司将执行“全员海外”市场理念，大幅提升海外业务线索数量，紧抓机遇，加快全球布局，精准对接国际市场需求，全力推动燃气轮机余热锅炉全球化及北美市场的订单机会落地，持续提升“西子制造”HRSG 在国际市场的竞争力和影响力。
- **投资建议：**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 5.17/6.20/7.52 亿元，以 2026 年 4 月 30 日收盘价计算市盈率为 28.4/23.7/19.6 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，新业务拓展不及预期，行业竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	6241	7420	8866	10438
同比增长	-3.0%	18.9%	19.5%	17.7%
归母净利润（百万元）	437	517	620	752
同比增长	-0.7%	18.5%	19.8%	21.3%
毛利率	19.0%	20.2%	20.5%	20.9%
ROE	7.8%	8.6%	9.5%	10.5%
每股收益（元）	0.52	0.62	0.74	0.90
市盈率	33.7	28.4	23.7	19.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9657	11725	14210	16926
货币资金	3043	3920	4919	6022
交易性金融资产	827	983	1175	1383
应收票据及应收账款	1604	1948	2361	2806
预付款项	286	335	399	467
存货	1222	1359	1558	1777
其他	2674	3179	3799	4472
非流动资产	4695	4412	4189	3993
长期股权投资	312	225	184	160
固定资产	2127	1999	1879	1766
在建工程	48	65	76	84
无形资产	457	384	312	243
商誉	56	56	56	56
其他	1695	1684	1681	1684
资产总计	14352	16137	18399	20919
流动负债	7077	8360	9991	11742
短期借款	23	73	123	173
应付票据及应付账款	4463	5230	6226	7292
其他	2591	3057	3642	4277
非流动负债	1141	1130	1138	1152
长期借款	293	283	273	263
其他	847	847	865	889
负债合计	8218	9490	11130	12894
股本	836	836	836	836
未分配利润	2424	2758	3166	3662
少数股东权益	525	627	748	896
股东权益合计	6134	6647	7269	8025
负债及权益合计	14352	16137	18399	20919

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	437	517	620	752
折旧和摊销	202	171	166	159
营运资金的变动	196	173	254	263
经营活动产生现金流量	762	938	1150	1312
资本支出	80	67	58	58
长期投资	-718	-95	-183	-219
投资活动产生现金流量	-699	29	-74	-111
债权融资	-227	46	58	64
股权融资	2	0	0	0
融资活动产生现金流量	-590	-83	-77	-98
现金净变动	-532	877	998	1103

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6241	7420	8866	10438
营业成本	5054	5922	7050	8258
税金及附加	69	65	69	81
销售费用	105	114	137	161
管理费用	301	301	359	423
研发费用	362	406	485	571
财务费用	34	11	13	15
投资收益	45	60	60	60
公允价值变动收益	1	1	1	1
信用减值损失	-14	41	41	41
资产减值损失	-30	-73	-73	-73
营业利润	616	672	824	999
营业外收支	0	10	0	0
利润总额	617	682	824	999
所得税	57	63	82	100
净利润	560	619	741	899
少数股东损益	123	101	122	147
归属母公司净利润	437	517	620	752
EPS(元)	0.52	0.62	0.74	0.90

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-3.0%	18.9%	19.5%	17.7%
营业利润增长率	4.6%	9.0%	22.6%	21.3%
归母净利润增长率	-0.7%	18.5%	19.8%	21.3%
盈利能力				
毛利率	19.0%	20.2%	20.5%	20.9%
归母净利率	7.0%	7.0%	7.0%	7.2%
ROE	7.8%	8.6%	9.5%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	57.3%	58.8%	60.5%	61.6%
流动比率	1.36	1.40	1.42	1.44
速动比率	0.84	0.89	0.91	0.94
营运能力				
资产周转率	42.5%	48.7%	51.3%	53.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.52	0.62	0.74	0.90
每股经营现金	0.91	1.12	1.38	1.57
估值比率(倍)				
PE	33.7	28.4	23.7	19.6
PB	2.6	2.4	2.3	2.1

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn