

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

西子洁能 (002534.SZ)

投资评级 ——

上次评级 ——

郭雪 环保公用联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

扣非归母净利润大幅增长，盈利能力稳步提升

2026年5月8日

事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报, 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, 同比减少 0.73%; 实现扣非归母净利润 2.56 亿元, 同比增长 78.52%。26Q1 公司实现营业收入 10.96 亿元, 同比减少 9.65%; 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 12.15%; 实现扣非归母净利润 0.35 亿元, 同比减少 25.50%。

点评:

- **扣非归母净利润大幅增长，盈利能力稳步提升。**分产品看, 2025 年公司余热锅炉、清洁环保能源装备、解决方案、备件及服务营业收入分别为 13.99 亿元、11.33 亿元、28.84 亿元、6.77 亿元, 分别同比-37.21%、+10.51%、+19.31%、+13.78%; 毛利率分别为 19.96%、17.74%、15.68%、26.27%, 分别同比+2.10pct、-5.39pct、+3.27pct、-0.23pct。公司 2025 年销售毛利率为 19.02%, 同比提升 0.55pct; 销售净利率为 8.97%, 同比提升 1.07pct, 盈利能力稳步提升。
- **在手订单充足，截至 26Q1 在手订单合计 59.49 亿元。**2026Q1 公司实现新增订单 10.68 亿元, 其中余热锅炉新增订单 3.21 亿元, 清洁环保能源装备新增订单 1.81 亿元, 解决方案新增订单 4.14 亿元, 备件及服务新增订单 1.52 亿元; 截至 2026 Q1, 公司实现在手订单 59.49 亿元。根据公司 4 月 21 日投资者关系活动记录表, 公司未来盈利增长点有: 1) 海外市场, 即利用自身优势产品(如燃机余热锅炉)提升产品国际市场占有率, 同时加大海外销售网络布局, 全面提升海外订单占比。2) 新能源市场, 主要是依托熔盐储能核心技术, 拓展其在光热发电、用户侧储能、火电灵活性改造、零碳园区等更多能源利用场景开展应用。3) 备件与改造市场, 公司积极关注并争取节能提效改造机遇、降低排放改造需求、拆旧建新业务机会, 进一步提高存量市场的利润贡献。
- **持续深化核电战略布局，为大湾区“华龙一号”项目提供核级配套设备。**近日, 粤港澳大湾区首台“华龙一号”核电机组——中广核广东太平岭核电项目 1 号机组投产发电, 正式具备商业运行条件, 公司预计年发电量超 90 亿千瓦时。西子洁能为大湾区“华龙一号”项目提供核级配套设备, 以严苛标准、完善核质保体系与专业人才队伍, 确保产品可靠交付, 验证并提升了公司核质保能力, 夯实核电市场基础。公司持续深化核电战略布局, 1998 年进军核电领域, 2018 年获民用核安全设备制造许可证, 2025 年设立杭州西子核能科技有限公司并建成核电专用清洁车间, 积极融入国家新型能源体系建设大局。当前, 全球核能产业迎来新一轮发展机遇, 我国核电进入加速发展期, 装机规模持续提升。西子洁能将以此项目成功投产为新起点, 持续深耕核电装备领

域。

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 71.50 亿元、80.20 亿元、90.08 亿元，增速分别为 14.6%、12.2%、12.3%；归母净利润分别为 4.9、5.87、7.19 亿元，增速分别为 12.3%、19.8%、22.4%。
- **风险因素：**行业竞争加剧；政策不及预期；原材料价格波动风险；技术迭代风险；海外拓展不及预期。

| 重要财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 6,437 | 6,241 | 7,150 | 8,020 | 9,008 |
| 增长率 YoY % | -20.3% | -3.0% | 14.6% | 12.2% | 12.3% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 440 | 437 | 490 | 587 | 719 |
| 增长率 YoY% | 705.7% | -0.7% | 12.3% | 19.8% | 22.4% |
| 毛利率% | 18.5% | 19.0% | 19.5% | 19.6% | 19.9% |
| 净资产收益率ROE% | 10.4% | 7.8% | 8.3% | 9.4% | 10.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.53 | 0.52 | 0.59 | 0.70 | 0.86 |
| 市盈率 P/E(倍) | 34.00 | 34.25 | 30.51 | 25.46 | 20.80 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.54 | 2.67 | 2.55 | 2.40 | 2.26 |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 5 月 8 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 流动资产 | 10,038 | 9,657 | 10,441 | 11,558 | 13,589 | |
| 货币资金 | 3,530 | 3,043 | 2,314 | 3,296 | 3,463 | |
| 应收票据 | 105 | 181 | 177 | 195 | 232 | |
| 应收账款 | 1,829 | 1,424 | 1,953 | 2,057 | 2,547 | |
| 预付账款 | 403 | 286 | 345 | 387 | 433 | |
| 存货 | 1,552 | 1,222 | 1,977 | 1,578 | 2,487 | |
| 其他 | 2,620 | 3,501 | 3,675 | 4,046 | 4,427 | |
| 非流动资产 | 4,975 | 4,695 | 4,664 | 4,610 | 4,566 | |
| 长期股权投资 | 448 | 312 | 282 | 272 | 267 | |
| 固定资产 | 2,227 | 2,127 | 2,177 | 2,211 | 2,240 | |
| 无形资产 | 517 | 457 | 432 | 407 | 381 | |
| 其他 | 1,783 | 1,799 | 1,773 | 1,720 | 1,677 | |
| 资产总计 | 15,013 | 14,352 | 15,105 | 16,168 | 18,154 | |
| 流动负债 | 7,970 | 7,077 | 8,070 | 8,678 | 10,141 | |
| 短期借款 | 162 | 23 | 23 | 23 | 23 | |
| 应付票据 | 1,231 | 1,203 | 1,419 | 1,482 | 1,744 | |
| 应付账款 | 3,539 | 3,260 | 3,838 | 4,076 | 4,942 | |
| 其他 | 3,038 | 2,591 | 2,791 | 3,096 | 3,432 | |
| 非流动负债 | 2,331 | 1,141 | 552 | 552 | 552 | |
| 长期借款 | 460 | 293 | 293 | 293 | 293 | |
| 其他 | 1,871 | 847 | 259 | 259 | 259 | |
| 负债合计 | 10,301 | 8,218 | 8,622 | 9,230 | 10,693 | |
| 少数股东权益 | 492 | 525 | 612 | 715 | 842 | |
| 归属母公司 | 4,220 | 5,608 | 5,871 | 6,223 | 6,619 | |
| 负债和股东权益 | 15,013 | 14,352 | 15,105 | 16,168 | 18,154 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 营业总收入 | 6,437 | 6,241 | 7,150 | 8,020 | 9,008 | |
| 同比 (%) | -20.3% | -3.0% | 14.6% | 12.2% | 12.3% | |
| 归属母公司净利润 | 440 | 437 | 490 | 587 | 719 | |
| 同比 | 705.7 | -0.7% | 12.3% | 19.8% | 22.4% | |
| 毛利率 (%) | 18.5% | 19.0% | 19.5% | 19.6% | 19.9% | |
| ROE% | 10.4% | 7.8% | 8.3% | 9.4% | 10.9% | |
| EPS (摊薄)(元) | 0.53 | 0.52 | 0.59 | 0.70 | 0.86 | |
| P/E | 34.00 | 34.25 | 30.51 | 25.46 | 20.80 | |
| P/B | 3.54 | 2.67 | 2.55 | 2.40 | 2.26 | |
| EV/EBITDA | 12.55 | 19.57 | 17.92 | 14.85 | 13.00 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 营业总收入 | 6,437 | 6,241 | 7,150 | 8,020 | 9,008 | |
| 营业成本 | 5,248 | 5,054 | 5,755 | 6,446 | 7,215 | |
| 营业税金及附加 | 47 | 69 | 78 | 88 | 99 | |
| 销售费用 | 88 | 105 | 114 | 128 | 144 | |
| 管理费用 | 301 | 301 | 315 | 353 | 396 | |
| 研发费用 | 392 | 362 | 417 | 471 | 531 | |
| 财务费用 | -7 | 34 | -26 | -16 | -29 | |
| 减值损失合计 | -160 | -44 | -32 | -33 | -33 | |
| 投资净收益 | 312 | 45 | 93 | 64 | 72 | |
| 其他 | 70 | 300 | 73 | 180 | 242 | |
| 营业利润 | 589 | 616 | 628 | 761 | 933 | |
| 营业外收支 | 6 | 0 | 9 | 2 | 2 | |
| 利润总额 | 595 | 617 | 637 | 763 | 935 | |
| 所得税 | 86 | 57 | 61 | 73 | 89 | |
| 净利润 | 509 | 560 | 577 | 691 | 846 | |
| 少数股东损益 | 69 | 123 | 86 | 104 | 127 | |
| 归属母公司净利润 | 440 | 437 | 490 | 587 | 719 | |
| EBITDA | 517 | 582 | 728 | 813 | 916 | |
| EPS (当年)(元) | 0.60 | 0.57 | 0.59 | 0.70 | 0.86 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 经营活动现金流 | 568 | 762 | 156 | 1,210 | 438 | |
| 净利润 | 509 | 560 | 577 | 691 | 846 | |
| 折旧摊销 | 200 | 202 | 193 | 205 | 210 | |
| 财务费用 | 73 | 49 | 13 | 13 | 13 | |
| 投资损失 | -317 | -47 | -93 | -64 | -72 | |
| 营运资金变动 | -77 | 196 | -551 | 440 | -432 | |
| 其它 | 181 | -198 | 16 | -76 | -128 | |
| 投资活动现金流 | -166 | -699 | -56 | 20 | 67 | |
| 资本支出 | -209 | 80 | -79 | 54 | 106 | |
| 长期投资 | 501 | -718 | -67 | -94 | -108 | |
| 其他 | -458 | -62 | 90 | 61 | 69 | |
| 筹资活动现金流 | -1,091 | -590 | -829 | -248 | -337 | |
| 吸收投资 | 19 | 2 | -1 | 0 | 0 | |
| 借款 | -350 | -306 | 0 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -162 | -249 | -185 | -248 | -337 | |
| 现金流净增加额 | -682 | -532 | -729 | 982 | 167 | |

研究团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有 5 年环保产业经验，4 年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025 年 3 月加入信达证券研发中心，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准15%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。