



西子洁能 (002534.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

看好公司 HRSG 海外订单加速落地

事件简评

根据公司官微，近日，韩国 BHI 到访公司，签署以色列 Eshkol 二期联合循环电站 HRSG 模块预中标协议。本项目发电容量 850MW，总投资约 15 亿美元。公司承担燃机余热锅炉核心部件——总计 28 个模块及内部管道的制造工作。

经营分析

全球燃气轮机需求上行，公司余热锅炉收入有望加速提升。AIDC 催化燃机行业需求高增，我们预计 25-28 年美国 AIDC 对燃机需求从 4.1GW 提升到 57.9GW，需求持续高增。当前全球头部燃机主机厂在手订单覆盖年限已超过 4 年，行业景气度较高。公司是国内燃机余热锅炉龙头，国内份额在 50% 以上，在全球燃机锅炉景气度上行背景下，看好公司海外订单持续提升。25 年公司新签余热锅炉订单 19.67 亿元，同比+16.81%，新签订单加速提升。1Q26 余热锅炉新签订单 3.21 亿元，1Q26 末余热锅炉在手订单达 20.8 亿元。在手订单饱满，助力公司余热锅炉收入长期提升。

与 BHI 合作升级+NE 代工持续推进，HRSG 海外订单有望加速落地。根据公司官微，近日，韩国 BHI 到访公司签署以色列 Eshkol 二期联合循环电站 HRSG 模块预中标协议。韩国 BHI 是全球 HRSG 龙头，BHI 于 2024、2025 连续两年斩获全球 HRSG 设备交付制造商第一名。今年 4 月公司与 BHI 首次达成以色列 Tzafit 二期 HRSG 模块与管道订单，本次 Eshkol 二期项目预中标，标志着双方在以色列市场从“单项目合作”转向“长期战略合作”，公司跻身 BHI 全球核心部件制造分包商。BHI 是北美头部算力开发商首选 HRSG 方案商之一，手握长期批量框架订单，渠道覆盖欧美、中东、澳洲、东南亚等全球核心区域。依托与 BHI 的深度合作，公司有望打开欧美算力配套电站全新增量空间，打通长期稳定高毛利海外批量订单通道。除跟进 BHI 投标项目外，公司同步推进美国 NE 在欧美 HRSG 模块代工业务，持续布局算力配套电站这一高增长细分赛道，后续海外订单有望加速落地。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 26-28 年公司收入为 71/87/106 亿元，归母净利润为 2.59/5.44/6.87 亿元，对应 PE 为 58X/27X/22X，维持“买入”评级。

风险提示

全球 AIDC 扩张进度不及预期风险、海外燃机厂商余热锅炉需求外溢不及预期风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：房灵聪（执业 S1130525070003）

fanglingcong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.55 元

相关报告：

- 《西子洁能公司点评：毛利率同比提升，现金流显著改善》，2026.4.27
- 《西子洁能公司点评：看好公司 26 年燃机业务增长提速》，2026.4.10
- 《西子洁能公司深度：燃气轮机需求爆发，公司余热锅炉订单加速》，2026.2.9



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,437	6,241	7,144	8,701	10,632
营业收入增长率	-20.33%	-3.03%	14.46%	21.79%	22.20%
归母净利润(百万元)	440	437	259	544	687
归母净利润增长率	705.74%	-0.73%	-40.68%	110.16%	26.14%
摊薄每股收益(元)	0.595	0.522	0.310	0.651	0.821
每股经营性现金流净额	0.77	0.91	0.90	0.08	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.42%	7.78%	4.38%	8.71%	10.30%
P/E	18.67	34.20	57.64	27.43	21.75
P/B	1.95	2.66	2.52	2.39	2.24

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	8,079	6,437	6,241	7,144	8,701	10,632
增长率		-20.3%	-3.0%	14.5%	21.8%	22.2%
主营业务成本	-6,750	-5,248	-5,054	-5,901	-6,960	-8,464
%销售收入	83.5%	81.5%	81.0%	82.6%	80.0%	79.6%
毛利	1,329	1,189	1,187	1,243	1,741	2,168
%销售收入	16.5%	18.5%	19.0%	17.4%	20.0%	20.4%
营业税金及附加	-44	-47	-69	-79	-87	-96
%销售收入	0.5%	0.7%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
销售费用	-203	-88	-105	-121	-144	-170
%销售收入	2.5%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
管理费用	-353	-301	-301	-346	-418	-505
%销售收入	4.4%	4.7%	4.8%	4.9%	4.8%	4.8%
研发费用	-420	-392	-362	-464	-522	-638
%销售收入	5.2%	6.1%	5.8%	6.5%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	309	360	349	232	571	759
%销售收入	3.8%	5.6%	5.6%	3.2%	6.6%	7.1%
财务费用	-7	7	-34	37	33	27
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-342	-160	-44	-40	-40	-45
公允价值变动收益	1	0	1	5	5	5
投资收益	56	307	42	42	42	42
%税前利润	43.4%	51.5%	6.8%	11.4%	6.0%	4.8%
营业利润	142	589	616	359	691	870
营业利润率	1.8%	9.2%	9.9%	5.0%	7.9%	8.2%
营业外收支	-13	6	0	10	10	10
税前利润	129	595	617	369	701	880
利润率	1.6%	9.2%	9.9%	5.2%	8.1%	8.3%
所得税	-13	-86	-57	-35	-67	-84
所得税率	10.2%	14.5%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%
净利润	116	509	560	334	634	797
少数股东损益	61	69	123	75	90	110
归属于母公司的净利润	55	440	437	259	544	687
净利率	0.7%	6.8%	7.0%	3.6%	6.3%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	116	509	560	334	634	797
少数股东损益	61	69	123	75	90	110
非现金支出	551	360	246	210	229	273
非经营收益	-39	-223	-240	-63	-55	-57
营运资金变动	-320	-77	196	362	-739	-651
经营活动现金净流	308	568	762	842	71	362
资本开支	-350	-209	80	-218	-265	-293
投资	-21	501	-718	-20	0	0
其他	12	-458	-62	42	42	42
投资活动现金净流	-359	-166	-699	-196	-223	-251
股权募资	186	19	2	201	0	0
债权募资	44	-1,019	-227	-596	98	-81
其他	-148	-91	-364	-175	-240	-297
筹资活动现金净流	81	-1,091	-590	-569	-142	-378
现金净流量	32	-682	-532	77	-294	-267

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,841	3,530	3,043	3,108	2,804	2,531
应收款项	2,630	2,475	2,076	2,191	2,668	3,173
存货	1,399	1,552	1,222	1,504	1,716	1,971
其他流动资产	2,863	2,482	3,315	3,736	4,332	5,088
流动资产	10,733	10,038	9,657	10,538	11,520	12,763
%总资产	67.3%	66.9%	67.3%	68.9%	70.5%	72.3%
长期投资	2,029	1,733	1,564	1,554	1,549	1,539
固定资产	2,153	2,231	2,175	2,231	2,308	2,377
%总资产	13.5%	14.9%	15.2%	14.6%	14.1%	13.5%
无形资产	580	590	534	544	553	561
非流动资产	5,220	4,975	4,695	4,750	4,826	4,888
%总资产	32.7%	33.1%	32.7%	31.1%	29.5%	27.7%
资产总计	15,953	15,013	14,352	15,288	16,346	17,651
短期借款	1,190	232	74	60	158	77
应付款项	5,555	4,994	4,701	5,337	5,253	5,354
其他流动负债	2,552	2,744	2,302	2,845	3,437	4,153
流动负债	9,297	7,970	7,077	8,242	8,848	9,584
长期贷款	427	460	293	318	318	318
其他长期负债	1,877	1,871	847	209	239	281
负债	11,601	10,301	8,218	8,769	9,405	10,183
普通股股东权益	3,904	4,220	5,608	5,920	6,251	6,668
其中：股本	739	739	836	933	933	933
未分配利润	1,804	2,170	2,424	2,579	2,906	3,318
少数股东权益	448	492	525	600	690	800
负债股东权益合计	15,953	15,013	14,352	15,288	16,346	17,651

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.074	0.595	0.522	0.310	0.651	0.821
每股净资产	5.282	5.708	6.709	7.081	7.478	7.977
每股经营现金净流	0.416	0.769	0.912	0.903	0.076	0.388
每股股利	0.100	0.200	0.100	0.111	0.233	0.294
回报率						
净资产收益率	1.40%	10.42%	7.78%	4.38%	8.71%	10.30%
总资产收益率	0.34%	2.93%	3.04%	1.69%	3.33%	3.89%
投入资本收益率	3.95%	4.75%	4.88%	3.04%	6.97%	8.74%
增长率						
主营业务收入增长率	10.01%	-20.33%	-3.03%	14.46%	21.79%	22.20%
EBIT 增长率	72.02%	16.42%	-3.02%	-33.63%	146.28%	32.93%
净利润增长率	-73.23%	705.74%	-0.73%	-40.68%	110.16%	26.14%
总资产增长率	0.00%	-5.89%	-4.41%	6.53%	6.92%	7.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.4	104.0	95.1	72.0	72.0	69.0
存货周转天数	89.3	102.6	100.2	93.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	201.6	252.9	245.5	220.0	180.0	150.0
固定资产周转天数	84.1	126.3	124.4	107.4	88.3	72.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.02%	-37.18%	-57.11%	-54.55%	-45.46%	-39.67%
EBIT 利息保障倍数	42.4	-50.9	10.3	-6.3	-17.4	-28.0
资产负债率	72.72%	68.62%	57.26%	57.36%	57.54%	57.69%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	6	14
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00		1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究