

西子洁能（002534.SZ）

业绩有所承压，海外业务快速推进打开成长空间

优于大市

核心观点

合同履约延迟及投资收益亏损致业绩有所承压。2026年上半年，公司实现营业收入人民币24.74亿元，同比下降11.43%；实现归母净利润-0.50亿元，同比下降134.07%；扣非归母净利润-0.91亿元，同比下降170.95%。公司业绩下降主要系部分清洁能源设备及解决方案工程总包项目合同履约进度延迟，及联营企业赫普能源计提电力营运资产减值准备，导致按权益法计算的投资收益减少、资产减值损失增加影响所致。赫普能源主要业务是通过投资建设营运电蓄热锅炉、电化学储能等资产，以合同能源管理模式获取调峰调频辅助效益分成，2025年下半年全国各地政府能源主管部门陆续出台电力市场现货交易配套试行规则后，取消原调峰辅助服务市场，赫普能源与相关火电企业电力收益分成测算和重新谈判结果导致其调峰辅助服务实际结算收入大幅下降，不足以弥补电力调峰项目资产折旧成本。

在手订单充足。报告期内，公司实现新增订单24.82亿元，其中余热锅炉新增订单7.56亿元，清洁能源环保装备新增订单3.48亿元，解决方案新增订单8.73亿元，备件及服务新增订单5.05亿元。截至2026年6月30日，公司在手订单60.32亿元。

海外业务快速推进，收获多国订单。2026年2月，公司新德里OKHLA二期扩建项目2X500T/D垃圾焚烧发电机组设备合同预付款到位；7月与斯里兰卡头部能源企业LTL集团签署Kerawalapitiya三期350MW联合循环电站燃机余热锅炉供货合同，并与韩国BHI公司签署中东项目二期联合循环电站HRSG模块预中标协议；8月再次中标某北美燃气轮机脱硝脱CO项目，为公司第二批中标的北美合作项目。此外，公司完成了全球余热锅炉头部企业Nooter/Eriksen（NE）模块分包商资格年度审核，获取零不符合项巩固合格分包商资质。

风险提示：市场竞争风险、原材料涨价风险、订单不及预期、项目投产及产能爬坡不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司投资收益及资产减值损失导致上半年业绩有所下降，下调盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为3.02/5.56/6.64亿元（2026/2027年原预测为5.91/7.04亿元，新增2028年预测结果），同比增长-31%/84%/19%，对应当前股价PE为43/23/19倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,437	6,241	6,334	7,697	8,879
(+/-%)	-20.3%	-3.0%	1.5%	21.5%	15.4%
归母净利润(百万元)	440	437	302	556	664
(+/-%)	705.7%	-0.7%	-30.8%	84.1%	19.5%
每股收益(元)	0.60	0.52	0.36	0.67	0.79
EBIT Margin	6.7%	6.5%	8.8%	9.7%	10.1%
净资产收益率(ROE)	10.4%	7.8%	5.2%	10.4%	11.5%
市盈率(PE)	25.9	29.6	42.8	23.3	19.5
EV/EBITDA	35.7	36.7	29.5	25.4	23.4
市净率(PB)	2.70	2.31	2.23	2.41	2.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·其他电源设备 II

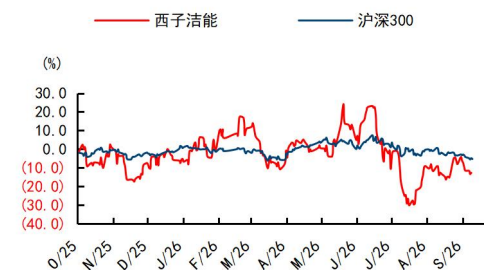
证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
 证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001

证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 15.47元
 总市值/流通市值 12932/12768百万元
 52周最高价/最低价 22.49/11.95元
 近3个月日均成交额 269.79百万元

市场走势



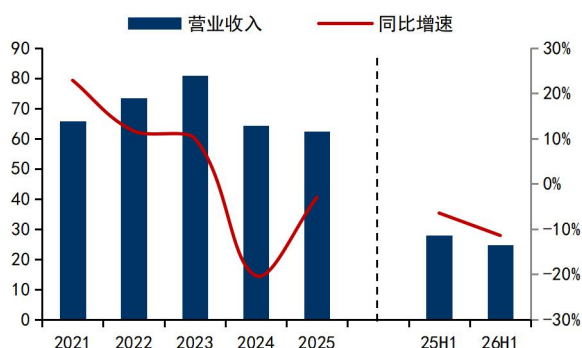
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《西子洁能（002534.SZ）-扣非业绩增长78.5%，有望打开海外燃机配套设备市场成长空间》——2026-04-20
 《西子洁能（002534.SZ）-订单延期交付致业绩有所承压，新任董事长增持彰显信心》——2025-11-10
 《西子洁能（002534.SZ）-资深余热锅炉装备制造，打造光热发电设备龙头+核电设备供应商》——2025-09-15

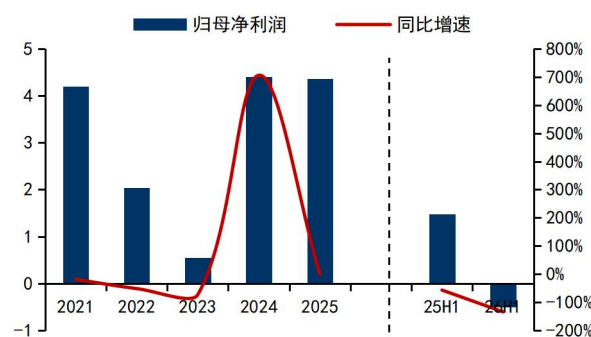
合同履约延迟及投资收益亏损致业绩有所承压。2026 年上半年，公司实现营业收入人民币 24.74 亿元，同比下降 11.43%；实现归母净利润-0.50 亿元，同比下降 134.07%；扣非归母净利润-0.91 亿元，同比下降 170.95%。公司业绩下降主要系部分清洁能源设备及解决方案工程总包项目合同履约进度延迟，及联营企业赫普能源计提电力营运资产减值准备，导致按权益法计算的投资收益减少、资产减值损失增加影响所致。赫普能源主要业务是通过投资建设营运电蓄热锅炉、电化学储能等资产，以合同能源管理模式获取调峰调频辅助效益分成，2025 年下半年全国各地方政府能源主管部门陆续出台电力市场现货交易配套试行规则后，取消原调峰辅助服务市场，赫普能源与相关火电企业电力收益分成测算和重新谈判结果导致其调峰辅助服务实际结算收入大幅下降，不足以弥补电力调峰项目资产折旧成本。公司在报告期内对赫普能源进行减值测试，导致投资收益减少账面价值 0.71 亿元，计提长期股权投资准备减少账面价值 0.78 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



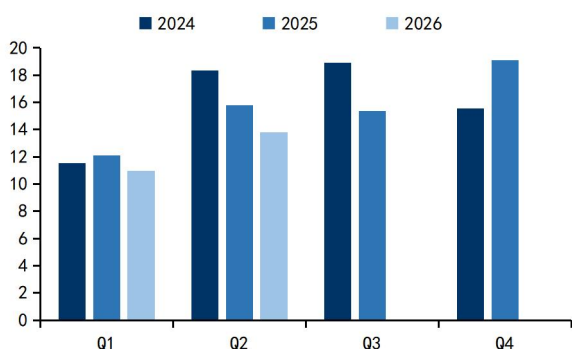
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



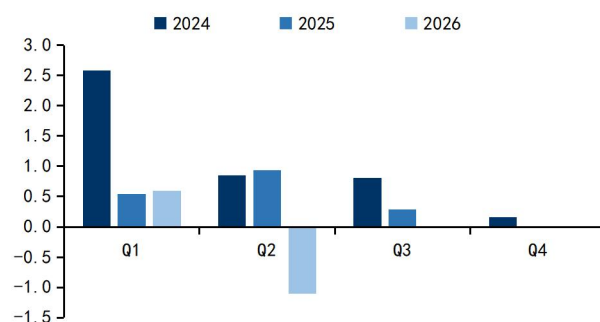
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

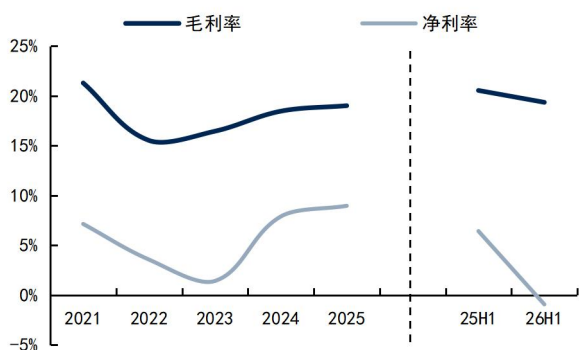


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力和费用率有所下降。2026 年上半年，公司业绩承压，盈利能力有所下降，毛利率为 19.36%，同比降低 1.19pct；净利率为-0.92%，同比降低 7.35pct；上半年销售期间费用率合计 13.80%，同比降低 0.21pct，其中销售费用同比减少 19.11%，主要系上半年订单延迟生效导致销售绩效奖金计提同步减少所致；管理费用同比减少 12.19%；财务费用同比减少 58.77%，主要系 2025 年 9 月公司完成可转债转换为股票，以及诸暨新能源子公司归还长期银行借款后，本报告期利息费用支出较上年同期下降所致；研发费用率同比减少 5.34%。

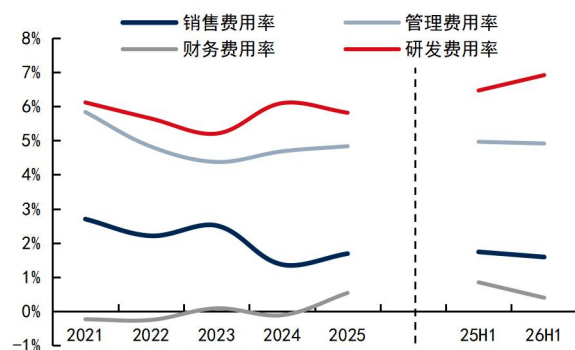
ROE 同比下降，经营性现金流转为净流出。2026 年上半年，公司 ROE 为-0.90%，同比显著降低 4.37pct，主要系公司净利润转亏所致，公司资产周转率为 0.17 次，较上年同期下降 0.02 次，权益乘数 2.59，较上年同期降低 0.95。受本报告期订单生效延迟、合同履行进度放缓，以及客户以银行承兑票据方式支付货款上升等因素影响，公司期末应收票据及应收票据融资合计金额较年初增加，导致 2026 年上半年经营性现金转为净流出 1.23 亿元；公司上半年定期存款到期赎回增长，投资性现金流转为净流入 1.33 亿元；融资性现金净流出 0.42 亿元，同比减少 89.59%，主要系控股子公司西子联合工程及杭锅工锅通过票据贴现增加筹资现金流入，以及用于分配现金股利、归还银行借款本金、支付银行借款利息的现金流出大幅减少所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



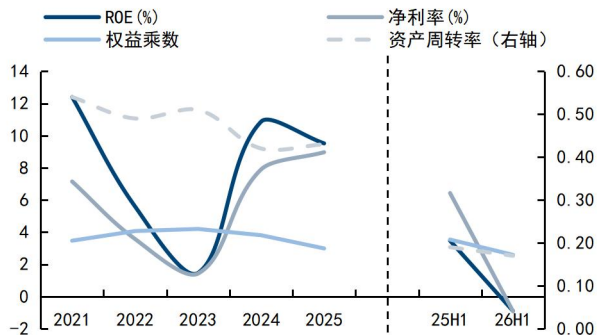
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在手订单充足。报告期内，公司实现新增订单 24.82 亿元，其中余热锅炉新增订单 7.56 亿元，清洁能源装备新增订单 3.48 亿元，解决方案新增订单 8.73 亿元，备件及服务新增订单 5.05 亿元。截至 2026 年 6 月 30 日，公司在手订单 60.32 亿元。

海外业务快速推进，收获多国订单。2026 年 2 月，公司新德里 OKHLA 二期扩建项目 2X500T/D 垃圾焚烧发电机组设备合同预付款到位；7 月与斯里兰卡头部能源企业 LTL 集团签署 Kerawalapitiya 三期 350MW 联合循环电站燃机余热锅炉供货合同，并与韩国 BHI 公司签署中东项目二期联合循环电站 HRSG 模块预中标协议；8 月再次中标某北美燃气轮机脱硝脱 CO 项目，为公司第二批中标的北美合作项目。

此外，公司完成了全球余热锅炉头部企业 Nooter/Eriksen (NE) 模块分包商资格年度审核，获取零不符合项巩固合格分包商资质。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司投资收益及资产减值损失导致上半年业绩有所下降，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.02/5.56/6.64 亿元（2026/2027 年原预测为 5.91/7.04 亿元，新增 2028 年预测结果），同比增长-31%/84%/19%，对应当前股价 PE 为 43/23/19 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E			
601727.SH	上海电气	6.43	999	0.08	0.10	0.15	0.18	110.9	63.7	44.0	35.4	2.2%	2.09	无
600875.SH	东方电气	23.95	828	1.11	1.36	1.67	1.97	21.9	17.6	14.3	12.1	9.0%	0.77	无
600475.SH	华光环能	14.77	140	0.41	0.54	0.62	0.71	44.8	27.2	24.0	20.8	4.5%	0.82	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：上海电气、东方电气、华光环能为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3530	3043	3477	3348	4078	营业收入	6437	6241	6334	7697	8879
应收款项	2083	1790	1855	2254	2601	营业成本	5248	5054	5010	6001	6885
存货净额	1552	1222	1208	1453	1671	营业税金及附加	47	69	50	61	71
其他流动资产	2874	3602	3655	4442	5124	销售费用	88	105	118	143	165
流动资产合计	10038	9657	10195	11497	13474	管理费用	341	348	334	379	419
固定资产	2248	2196	1891	1746	1556	财务费用	(7)	34	(63)	(64)	(70)
无形资产及其他	517	457	439	423	410	投资收益	312	45	(50)	0	0
投资性房地产	1762	1730	1730	1730	1730	资产减值及公允价值变动	(47)	(29)	(100)	(50)	(50)
长期股权投资	448	312	312	312	312	其他收入	(394)	(31)	(266)	(304)	(387)
资产总计	15013	14352	14566	15708	17481	营业利润	589	616	468	824	973
短期借款及交易性金融负债	232	74	74	126	74	营业外净收支	6	0	(2)	(2)	(2)
应付款项	4770	4463	4411	5306	6104	利润总额	595	617	466	821	970
其他流动负债	2968	2540	2514	3026	3482	所得税费用	86	57	70	123	146
流动负债合计	7970	7077	6999	8458	9661	少数股东损益	69	123	94	142	161
长期借款及应付债券	1546	293	328	363	398	归属于母公司净利润	440	437	302	556	664
其他长期负债	785	847	847	847	847						
长期负债合计	2331	1141	1176	1211	1246	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	10301	8218	8175	9669	10906	净利润	440	437	302	556	664
少数股东权益	492	525	586	678	783	资产减值准备	(211)	(18)	86	(57)	2
股东权益	4220	5608	5805	5361	5793	折旧摊销	178	170	161	142	126
负债和股东权益总计	15013	14352	14566	15708	17481	公允价值变动损失	(211)	(18)	86	(57)	2
						财务费用	(7)	34	(63)	(64)	(70)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	15	(840)	(182)	(24)	7
每股收益	0.60	0.52	0.36	0.67	0.79	其它	356	1033	(39)	85	33
每股红利	0.20	0.10	0.13	1.20	0.28	经营活动现金流	568	762	415	644	833
每股净资产	5.74	6.71	6.94	6.41	6.93	资本开支	(210)	(143)	77	76	76
ROIC	10.29%	10.57%	12%	15%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10.42%	7.78%	5.20%	10.37%	11.47%	投资活动现金流	(166)	(699)	77	76	76
毛利率	18%	19%	21%	22%	22%	权益性融资	19	2	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	9%	10%	10%	负债净变化	33	(167)	35	35	35
EBITDA Margin	9%	9%	11%	12%	11%	支付股利、利息	(147)	(84)	(106)	(1000)	(232)
收入增长	-20%	-3%	1%	22%	15%	其它融资现金流	(1309)	672	0	52	(52)
净利润增长率	706%	-1%	-31%	84%	19%	融资活动现金流	(1091)	(590)	(57)	(849)	(179)
资产负债率	72%	61%	60%	66%	67%	现金净变动	(311)	(487)	434	(129)	730
股息率	1.1%	0.6%	0.8%	7.7%	1.8%	货币资金的期初余额	3841	3530	3043	3477	3348
P/E	25.9	29.6	42.8	23.3	19.5	货币资金的期末余额	3530	3043	3477	3348	4078
P/B	2.7	2.3	2.2	2.4	2.2	企业自由现金流	0	(445)	527	831	968
EV/EBITDA	35.7	36.7	29.5	25.4	23.4	权益自由现金流	0	60	615	972	1011

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032