2026 年 11 月 13 日
证券研究报告•公司深度报告
西子洁能（002534）电力设备

买入（首次）
当前价：13.83 元
目标价：19.80 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

余热锅炉受益于全球燃机景气，多业务协同共振

投资要点

- **推荐逻辑：（1）余热锅炉龙头受益于海外 β，新增+存量改造打开第二增长曲线。**余热锅炉国内市占率超 50%，美国约 80.6GW 简单循环燃机已运行 20–30 年，叠加截至 2028 年计划投运的 18.7GW 联合循环燃机容量，新增配套与存量改造有望共同打开海外市场空间。**（2）熔盐储能在光热发电、火电调峰、AIDC 算力储能同步拓展增量，**2030 年国内光热目标装机 15GW，公司已在 18 个光热项目中获取订单，在执行项目规模近 1.5GW。**（3）核电审批常态化，核级装备业务拓展成长空间。**国内核电每年核准 8-10 台机组，2026 年中国核电、中国广核投资计划分别为 1093 亿元和 864 亿元，公司累计交付数百台核 2、3 级装备，产能与研发加码。
- **算力建设叠加存量改造，海外 HRSG 市场空间广阔。**美国 AI 算力基础设施扩张推高电力负荷，一方面带动新增联合循环机组建设，带来 HRSG 配套增量；另一方面美国存量简单循环机组机龄集中在 20-30 年，存在大量加装余热锅炉的改造升级空间，存量改造市场潜力可观。GE、西门子、三菱重工三大燃机厂商持续扩产，将持续传导至上游余热锅炉环节。公司积累多台大型海外项目经验，是国内少数具备出海承接大型 HRSG 项目的厂商，有望充分受益于海外行业红利。
- **熔盐储能多点落地，光热、火电灵活性改造、AIDC 场景齐发力。**国内光热发电进入规模化发展阶段，政策目标 2030 年装机力争 1500 万千瓦，经测算光热发电潜在市场空间达 1452 亿元，空间广阔。公司作为国内熔盐储能先行者，掌握吸热器、熔盐储罐等核心装备技术，已有多个光热项目在手；火电灵活性改造方面，公司河北龙山电厂 600MW 火电机组熔盐储热灵活性调峰示范项目已顺利投运，为规模化推广提供参考；此外，公司与清微智能达成合作，探索熔盐储能在 AI 算力中心的“电-热-算”一体化应用，打开新应用市场。
- **核电审批常态化，核电业务拓展成长空间。**国内核电机组核准恢复常态化，核电运营商资本开支大幅抬升，核电设备需求持续释放。公司深耕核电常规岛辅机制造二十余年，拥有核 2、3 级设备制造资质；新建核电专用洁净车间，设立核能科技子公司，业务由常规岛逐步向核岛、四代核电、核聚变装备延伸，核电业务有望逐步贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资建议。**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，有望多业务共振。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.86/5.52/7.40 亿元，对应 PE 分别为 40/21/16 倍。充分考虑公司余热锅炉受益于海外燃机高景气下的需求爆发，给予公司 2027 年 30 倍 PE，对应目标价 19.80 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动风险；行业竞争加剧风险；数据中心业务开展不及预期的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6241.29	5680.32	6740.56	8044.20
增长率	-3.03%	-8.99%	18.67%	19.34%
归属母公司净利润（百万元）	436.58	285.97	552.45	739.97
增长率	-0.73%	-34.50%	93.19%	33.94%
每股收益 EPS（元）	0.52	0.34	0.66	0.89
净资产收益率 ROE	9.13%	6.13%	10.85%	11.98%
PE	26.5	40.4	20.9	15.6
PB	1.88	1.79	1.61	1.44

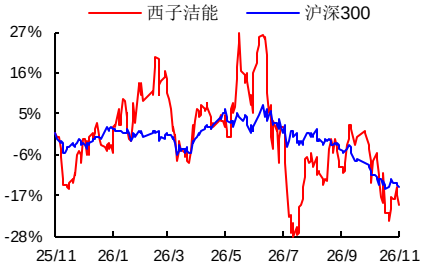
数据来源：Wind，西南证券

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)	12.38-22.08
总市值(亿元)	115.61
总资产(亿元)	144.10
每股净资产(元)	6.66

相关研究

1. 西子洁能（002534）：扣非净利润高增，海外订单增量可期 (2026-04-26)

投资要件

关键假设

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-20%/15%/15%，毛利率为 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 23%/30%/30%，毛利率分别为 22%/24%/25%。

清洁环保能源装备：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；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-30%/16%/17%，毛利率分别为 15%/17%/17%。

我们区别于市场的观点

（1）市场可能低估北美 HRSG 市场的存量更新需求。北美燃机电站设备运行年限较长，随着老旧机组进入更新改造周期，以及电力需求增长推动新增燃机电站建设，HRSG 市场有望同时受益于存量替换与新增装机，需求具备较强持续性。

（2）市场可能低估公司海外业务的份额提升空间。余热锅炉需求爆发的背景下，HRSG 海外头部供应商产能、交付周期及项目承接能力可能成为行业需求快速增长下的约束，公司凭借技术积累、制造能力及海外客户合作基础，有望承接国际市场新增需求，实现海外订单的加速增长。

股价上涨的催化因素

北美 AI 数据中心建设带动 HRSG 需求爆发、海外客户突破与订单爆发驱动业绩增长、熔盐储能项目加速商业化。

估值和目标价格

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 56.8 亿元(-8.99%)、67.4 亿元(+18.67%)和 80.4 亿元(+19.34%)，归母净利润分别为 2.86 亿元(-34.5%)、5.52 亿元(+93.19%)、7.40 亿元(+33.94%)，EPS 分别为 0.34 元、0.66 元、0.89 元，对应 PE 分别为 40、21、16 倍。充分考虑公司余热锅炉受益于海外燃机高景气下的需求爆发，给予公司 2027 年 30 倍 PE，对应目标价 19.80 元，给予“买入”评级。

投资风险

宏观经济大幅波动风险；行业竞争加剧风险；数据中心业务开展不及预期的风险。

目 录

1 国内余热锅炉龙头，多维布局核能、光热储能赛道 1

1.1 能源装备老牌企业，国内余热锅炉龙头 1

1.2 股权结构稳定，员工持股计划坚定信心 2

2 余热锅炉：全球燃机高景气，海外市场迎发展机遇 3

2.1 余热锅炉（HRSG）：联合循环燃机核心装备 3

2.2 AIDC 算力建设爆发，余热锅炉迎来增量空间 4

2.3 海外厂商多元竞争，第三方供应体系成熟 7

2.4 国内龙头优势稳固，海外订单驱动二次成长 11

3 熔盐储能：光热装机提速，多应用场景打开增量 13

3.1 光热产业扩容，熔盐储能价值凸显 13

3.2 技术储备充足，示范项目落地 17

4 核电：审批常态化，设备端需求持续释放 19

4.1 国内核电行业景气上行，设备投资空间广阔 19

4.2 深耕核级装备制造，向核岛与先进核能延伸 20

5 财务分析：经营质量改善，海外市场加速突破 22

6 盈利预测与估值 25

6.1 绝对估值 25

6.2 相对估值 26

7 风险提示 27

图 目 录

图 1：西子洁能股权架构（截至 2026 年半年报）.....2
图 2：燃气-蒸汽发电联合循环发电模式图.....3
图 3：2020-2025E 美国新增天然气机组以 CCGT 为主.....4
图 4：2025-2030 年全球数据中心容量需求增长预测（GW）.....4
图 5：1950-2025 年美国发电量结构变化.....5
图 6：2025 年美国发电量结构.....5
图 7：截至 2026 年 8 月美国在运燃气轮机运行年限.....5
图 8：截至 2026 年 8 月美国计划退役燃气轮机运行年限.....5
图 9：截至 2026 年 8 月美国在运简单循环燃机运行年限.....6
图 10：截至 2026 年 8 月美国在运简单循环燃机各运行年限占比.....6
图 11：2020-2025 年 GEV 燃气轮机新签订单.....6
图 12：2020-2025 年 GEV 燃气轮机新签订单.....6
图 13：2020-2025 年西门子能源燃气业务新签订单金额.....6
图 14：2020-2025 年西门子能源燃气业务新签订单.....6
图 15：2020-2025 年三菱重工燃气轮机新签订单金额.....7
图 16：全球大型燃机市场高度集中.....7
图 17：2011-2020 年 NE 全球市场份额占比 21%.....8
图 18：2020 年 NE 全球市场份额占比 26%.....8
图 19：NE 已在全球范围内运行超过 1000 台余热回收锅炉（HRSG）.....8
图 20：NE 余热锅炉可以覆盖 GEV、西门子、三菱重工等头部燃机主机厂商.....8
图 21：2025 年起 BHI 营业收入高增（亿韩元）.....9
图 22：2025 年起 BHI HRSG 业务贡献主要增长（亿韩元）.....9
图 23：2021-2026H1 HRSG 业务收入占比.....9
图 24：2021-2026H1 HRSG 业务海外收入占比.....9
图 25：Vogt V 系列余热锅炉.....10
图 26：John Cockerill HRSG 适配主流燃机厂商 1.....10
图 27：John Cockerill HRSG 适配主流燃机厂商 2.....10
图 28：GEV 韩国昌原余热锅炉制造基地.....11
图 29：GEV 越南 Dung Quat 余热锅炉制造基地.....11
图 30：2021-2026H1 公司外销收入变化.....11
图 31：2026H1 公司外销收入占比提升至 17.6%.....11
图 32：巴基斯坦必凯 9H（配 GE 9HA.01 燃机）.....12
图 33：CMEC 白俄卢克木里 9F（配 SGT5-4F 燃机）.....12
图 34：2021-2026Q1-Q3 公司余热锅炉新签订单及增速.....12
图 35：2026H1 公司外销毛利率明显改善.....13
图 36：2021-2026H1 公司余热锅炉业务毛利率.....13
图 37：熔盐塔式太阳能热发电系统示意图.....13
图 38：2025 国外光热发电技术路线占比.....14
图 39：2025 中国光热发电技术路线占比.....14

图 40：2023-2026H1 中国光热发电装机规模呈上升趋势 15
图 41：截至 2025 年底我国在建光热发电装机容量 15
图 42：2025 年光热发电度电成本降至 0.55 元/kWh 左右 15
图 43：12 小时储热 100MW 塔式太阳能光热电站投资组成 16
图 44：2016-2026 年 8 月国内风电累计装机容量（GW） 17
图 45：2016-2026 年 8 月国内光伏累计装机容量（GW） 17
图 46：公司熔盐储能产品布局 17
图 47：国家能源集团河北龙山电厂 600MW 火电机组熔盐储热灵活性调峰示范项目 18
图 48：2019-2026 年，我国核电机组核准审批加速 19
图 49：2026 年中国核电计划投资 1093 亿元（亿元） 19
图 50：2026 年中国广核计划投资 864 亿元（亿元） 19
图 51：核电投资中设备占比 50% 20
图 52：设备投资中核岛设备占比 58% 20
图 53：公司核电业务产品布局 21
图 54：阳江核电 100MW 常规岛辅机项目 21
图 55：深圳岭澳核电 1000MW 常规岛辅机项目 21
图 56：公司营业收入及增速 22
图 57：公司归母净利润及增速 22
图 58：公司盈利能力情况 23
图 59：公司期间费用率情况 23
图 60：公司营收构成（亿元） 23
图 61：公司营收构成（%） 23
图 62：公司各业务毛利率 24
图 63：公司国内、海外收入构成（亿元） 24
图 64：国内外盈利能力情况 24

表 目 录

表 1：公司业务结构梳理 1
表 2：公司员工持股计划业绩考核目标 2
表 3：GEV、西门子能源、三菱重工燃气轮机扩产计划 7
表 5：光热发电三种技术路线对比 14
表 6：核电设备构成 20
表 7：分业务收入及毛利率 26
表 8：可比公司估值（2026/11/15） 27
附表：财务预测与估值 28

1 国内余热锅炉龙头，多维布局核能、光热储能赛道

1.1 能源装备老牌企业，国内余热锅炉龙头

西子清洁能源装备制造股份有限公司（简称“西子洁能”）成立于 1955 年，前身为杭州锅炉集团股份有限公司，2011 年在深圳证券交易所上市。公司聚焦能源装备制造与能源利用解决方案，主要业务覆盖余热锅炉、清洁环保能源装备、解决方案、备件及服务四大板块。公司具备从设计、制造到安装调试和工程总承包的成套能力，产品包括燃机余热锅炉、干熄焦余热锅炉、垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉、熔盐吸热器与储罐、核电二三级设备等。公司官网披露其业务已遍及 50 多个国家和地区，并长期保持多个余热锅炉细分产品的国内领先地位。

业务结构清晰，余热锅炉为公司传统优势主业。公司提供用以提升工业能效与节能减排的余热利用装备和高端制造装备；在清洁能源领域，提供光热发电、核电等新能源核心装备；储能领域提供熔盐储能系统核心设备及解决方案；以及运用在各类工业场景中的环保治理与综合能源服务。

- 公司余热利用装备产品主要包括**燃机余热锅炉、干熄焦余热锅炉、烧结机余热锅炉、有色冶金余热锅炉**等。该类产品是公司传统优势主业，广泛应用于钢铁、建材、化工等高耗能行业的废气废热回收利用，为客户实现显著的节能降碳效益，市场占有率稳居行业前列。2026H1 该业务收入占比 33.0%，毛利率为 21.8%；
- 公司清洁能源装备产品主要包括**光热发电核心装备（如熔盐吸热器、熔盐储罐、蒸汽发生系统等）、核电常规岛及核安全级压力容器、生物质锅炉、垃圾焚烧锅炉**等。其中，光热装备已成功应用于青海德令哈等大型塔式光热电站；核电装备深耕多年，具备核安全 2、3 级设备制造资质，是公司重点培育的“第三成长曲线”。2026H1 该业务收入占比 14.5%，毛利率为 15.0%；
- 公司的储能与综合能源解决方案，涵盖了一系列创新技术应用，包括但不限于**熔盐储能系统、电极锅炉、导热油换热器**等设备。该类产品的核心功能是实现电能与热能的跨时空转移与高效利用，确保新能源的灵活消纳和电网的调峰调频。产品可广泛适用于火电机组灵活性改造（抽汽蓄能）、独立共享储能电站、工业园区零碳供能、光热光伏大基地等场景，为新型电力系统提供可靠的“源网荷储”一体化解决方案。2026H1 该业务收入占比 38.9%，毛利率为 14.8%；
- 公司备件及技术服务主要包括**过热器、省煤器、集箱等锅炉核心部件，以及技术服务、项目改造和维修维保**等业务。产品与服务主要适用于各类锅炉及压力容器的全生命周期管理，覆盖前期咨询、中期安装调试及后期运营维护等全链条过程，覆盖电力、钢铁、化工、建材等多种行业，为客户提供创新、智能、安全、可靠的设备运行保障及技术改造解决方案。2026H1 该业务收入占比 9.9%，毛利率为 30.0%。

表 1：公司业务结构梳理

业务分类	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、

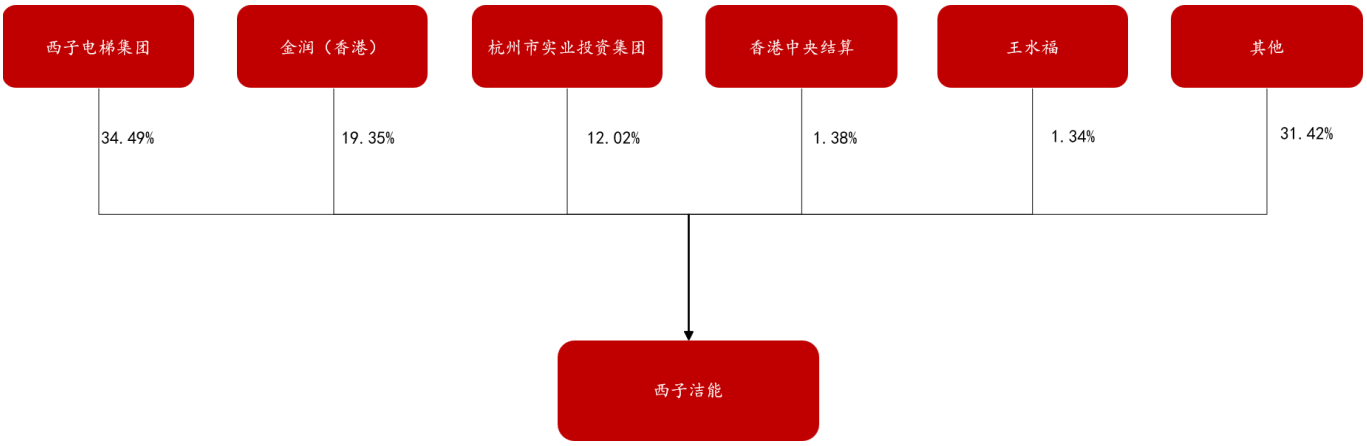
业务分类	主要产品
	熔盐储罐、低氮燃烧、SOR\SNCR 设备等，核电设备(核电常规岛辅机、民用核二三级设备)等
解决方案	包含但不限于以熔盐储能、导热油换热器、石化化工换热器、海水淡化装置、气化炉(容器、热交换器)等其他换热器及压力容器为核心设备的 EP/EPC/PC 等综合解决方案项目
备件及服务	备件包括过热器、省煤器等部件，服务包括技术服务、项目改造工程、维修维保等业务

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，员工持股计划坚定信心

大股东持股比例较高，股权结构稳定。截止 2026 半年报，西子电梯集团有限公司持股 34.49%，金润（香港）有限公司持股 19.35%，杭州市实业投资集团有限公司持股 12.02%，前三大股东合计持股 65.86%。

图 1：西子洁能股权架构（截至 2026 年半年报）



数据来源：Wind，西南证券整理

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 20%
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 73%
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

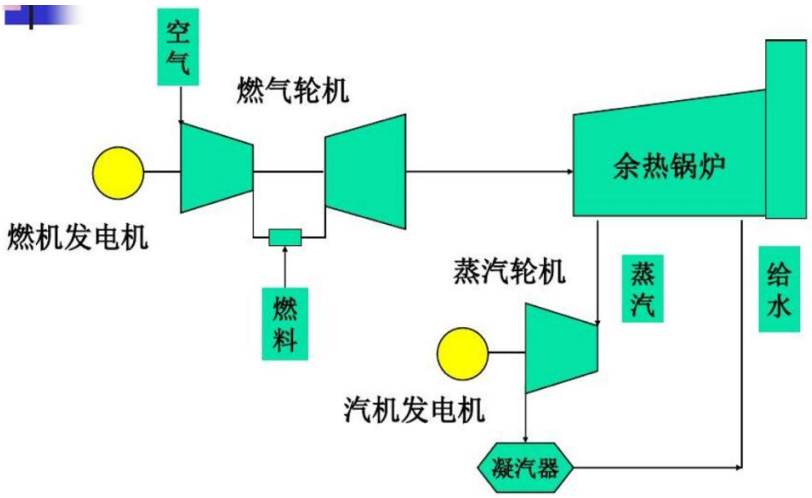
2 余热锅炉：全球燃机高景气，海外市场迎发展机遇

2.1 余热锅炉（HRSG）：联合循环燃机核心装备

余热锅炉是一种利用工业生产过程中产生的余热、废热（如高温烟气、工艺流体、化学反应热等）作为热源，无需额外消耗燃料或仅消耗少量辅助燃料，即可产生蒸汽或热水的热能回收设备。其核心功能是实现能源的梯级利用，降低工业系统的能耗与碳排放，是工业领域节能减排的关键装备之一，广泛应用于电力、钢铁、有色金属、焦化、建材、化工等行业。

燃机余热锅炉（HRSG），是燃气-蒸汽联合循环系统中的核心设备之一。其工作原理是通过回收燃气轮机排出的烟气余热，用以产生蒸汽，进而用于驱动蒸汽轮机发电、供热及其他工业用汽。HRSG 能将联合循环电站整体热效率从简单循环的约 30%–40%大幅提升至 60%以上，实现能源高效、清洁与梯级利用。

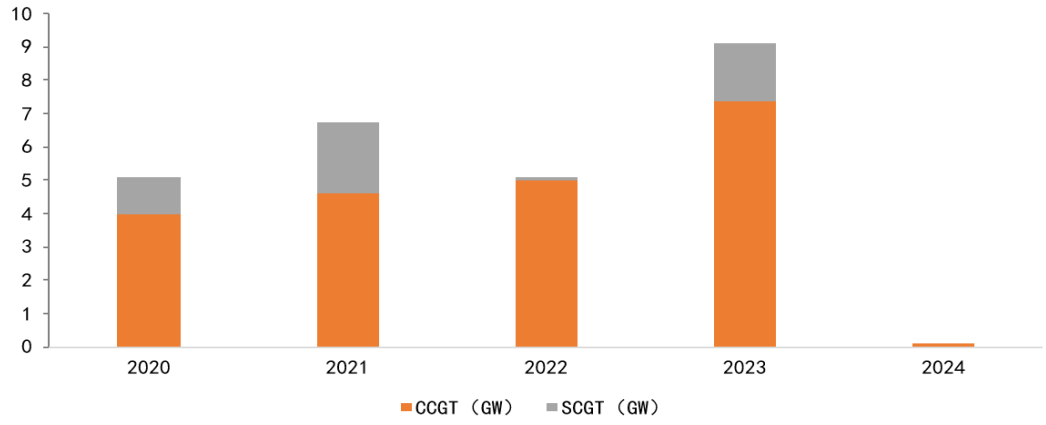
图 2：燃气-蒸汽发电联合循环发电模式图



数据来源：百度百科，西南证券整理

美国新增天然气发电以联合循环（CCGT）为主。从新增装机结构来看，美国天然气发电新增容量整体以联合循环燃气轮机（CCGT）为主，尤其在大规模、持续运行的新增电源中，联合循环凭借更高的发电效率和更低的单位燃料成本占据主导。EIA 数据显示，2023 年新增天然气燃机容量 9.27GW，CCGT 达到 7.38GW，占约 80%，明显高于 SCGT 的 1.76GW。

图 3：2020-2025E 美国新增天然气机组以 CCGT 为主

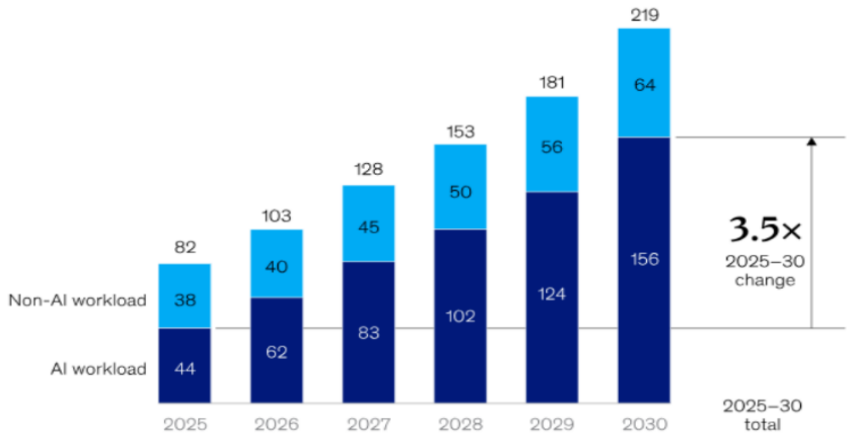


数据来源：EIA，西南证券整理

2.2 AIDC 算力建设爆发，余热锅炉迎来增量空间

AI 大模型发展推动美国数据中心需求大幅提升。随着生成式 AI 大模型训练与推理需求快速增长，算力基础设施持续扩张，推动美国数据中心建设需求大幅提升。根据麦肯锡预测，2025-2030 年全球 AI 数据中心容量将新增 112GW，显示未来五年全球数据中心建设仍有望保持较大规模。其中，AI 大模型训练带动高密度算力集群建设，推理应用普及则进一步扩大算力部署规模，推动数据中心向更大规模、更高功率密度发展。

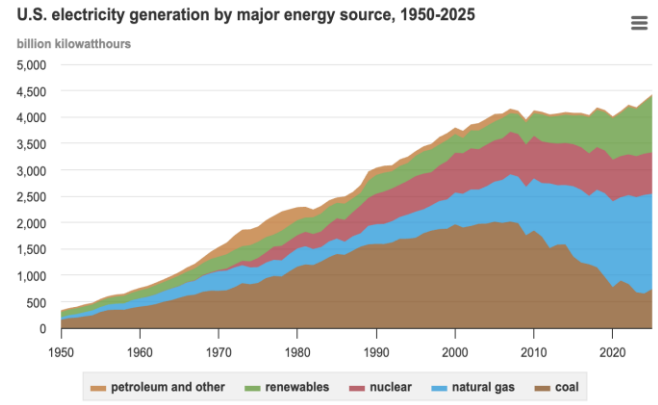
图 4：2025-2030 年全球数据中心容量需求增长预测（GW）



数据来源：麦肯锡，西南证券整理

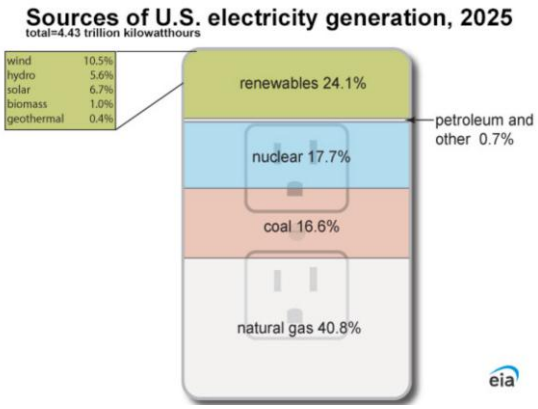
AI 数据中心建设推动美国电力需求持续增长，带动电力基础设施扩容。根据 EIA 数据，2025 年天然气发电占美国公用事业级发电量的约 41%，为美国第一大发电来源，在美国电力供应体系中占据重要地位。EIA 在 2025 年 12 月发布的短期能源展望中指出，近期美国电力需求增长很大程度上来自得克萨斯州及 PJM 覆盖区域的数据中心等大型用户，并预计 2024-2026 年上述两个区域的天然气发电量均将增长约 2%。随着 AI 算力需求持续增长，数据中心建设及运营带来的新增用电需求将进一步加剧区域电力供需压力，推动美国电网扩容、电源建设及存量电力设施更新，为燃气发电设备及配套余热锅炉市场带来增量需求。

图 5：1950-2025 年美国发电量结构变化



数据来源：EIA，西南证券整理

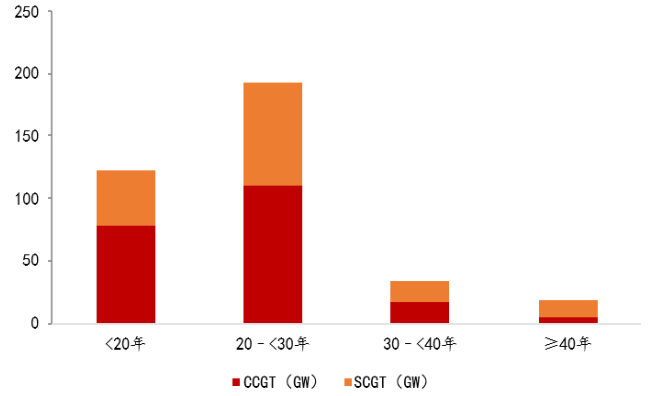
图 6：2025 年美国发电量结构



数据来源：EIA，西南证券整理

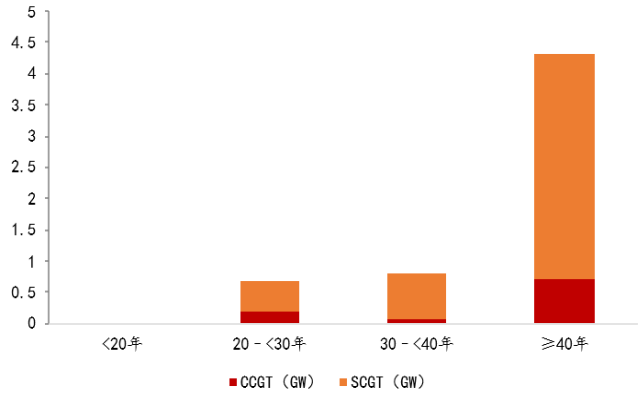
美国部分存量燃机运行年限较长，老旧机组退出有望形成持续的更新需求。根据 EIA 数据，美国已有计划退役的天然气燃机容量约 5.8GW，其中约 4.3GW 将在运行 40 年以上后退役，占比 74.5%；其中，简单循环燃机（SCGT）计划退役容量约 4.8GW，占比 83%，随着老旧低效机组退出，部分容量有望采用高效率联合循环机组替代，并带动燃气轮机及 HRSG 需求。

图 7：截至 2026 年 8 月美国在运燃气轮机运行年限



数据来源：EIA，西南证券整理

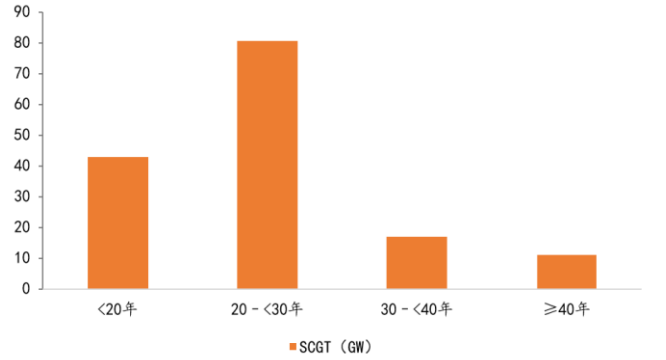
图 8：截至 2026 年 8 月美国计划退役燃气轮机运行年限



数据来源：EIA，西南证券整理

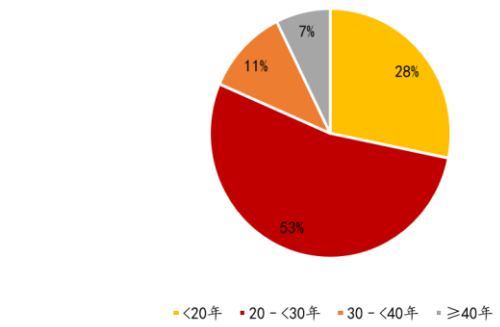
存量简单循环燃机（SCGT）占比较高，20–30 年机组构成潜在改造市场。根据 EIA 数据，剔除已申报计划退役的机组后，简单循环燃机（SCGT）约 151GW，占**在运燃机的比重为 42.0%**；其中 20–30 年机龄机组约 80.6GW，**占简单循环燃机比重为 53.3%**，为存量规模最大的机龄区间，另有约 28.1GW 运行超过 30 年，相较于已经运行 40 年以上、临近退役的老旧机组，20–30 年机龄燃机仍处于较长剩余服役周期，通过加装 HRSG 升级为联合循环机组，可在保留既有燃机资产的基础上提升能源利用效率，美国规模庞大的 20–30 年运行年限 SCGT 存量机组，为 HRSG 由新增配套向存量改造市场延伸提供了重要容量基础。

图 9：截至 2026 年 8 月美国在运简单循环燃机运行年限



数据来源：EIA，西南证券整理

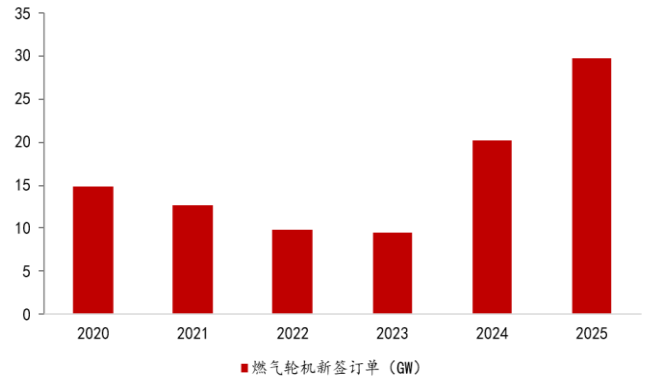
图 10:截至 2026 年 8 月美国在运简单循环燃机各运行年限占比



数据来源：EIA，西南证券整理

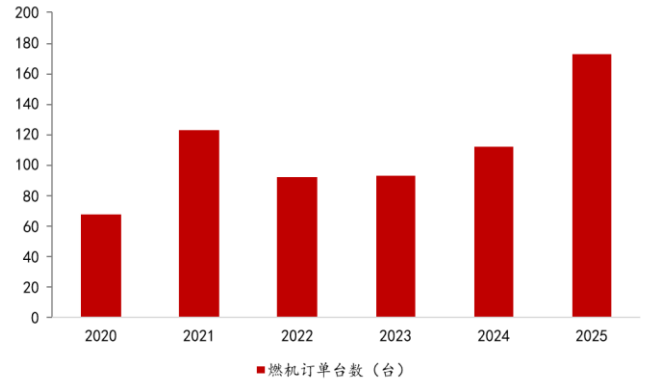
全球大型燃气轮机市场高度集中于 GE Vernova、西门子能源（Siemens Energy）及三菱重工（Mitsubishi Power），自 2023 年三家订单均呈明显回升趋势。GEV 燃气轮机订单容量由 2022 年的 9.8GW 增至 2025 年的 29.8GW，西门子能源燃机订单由 2022 的 77 台提升至 2025 年的 194 台，三菱重工 GTCC 订单金额则由 2022 的 834.6bn 增至 2025 年的 2653bn。需求端 AI 数据中心、电力负荷增长以及老旧燃气电站替换共同推动燃机市场扩张，三大 OEM 订单及产能扩张进一步反映行业景气度明显回升。

图 11：2020-2025 年 GEV 燃气轮机新签订单



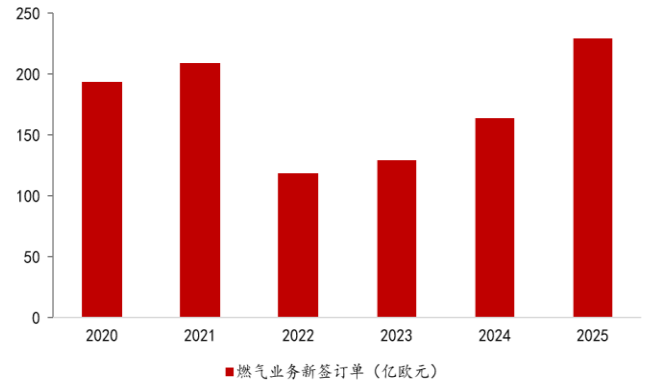
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2020-2025 年 GEV 燃气轮机新签订单



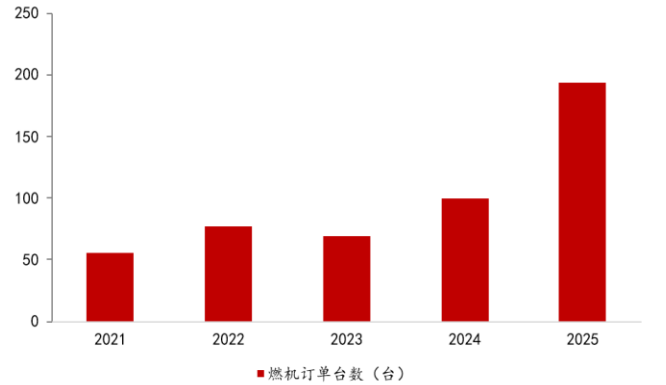
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2020-2025 年西门子能源燃气业务新签订单金额



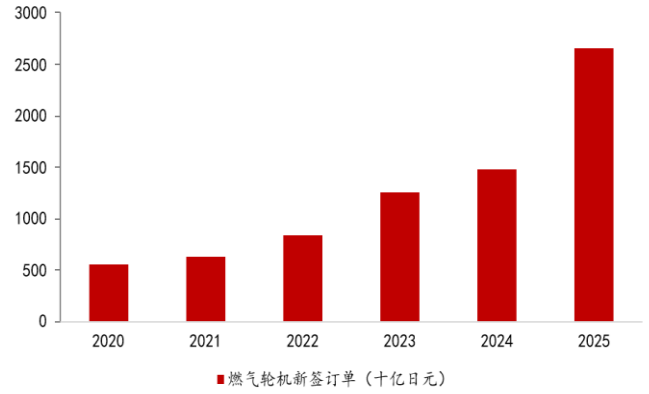
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2020-2025 年西门子能源燃气业务新签订单



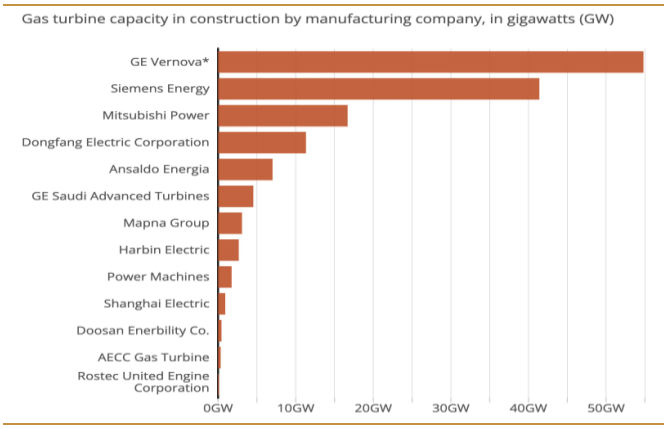
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2020-2025 年三菱重工燃气轮机新签订单金额



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：全球大型燃机市场高度集中



数据来源：Global Energy Monitor，西南证券整理

三大燃机 OEM 加速扩产，燃机供给能力持续提升。受 AI 数据中心、工业用电增长及存量电厂更新需求推动，GEV、西门子能源及三菱重工均已启动燃气轮机产能扩张。GEV 预计 2026 年三季度实现 20GW/年燃机产能，2028 年提升至 24GW，目标 2030 年达到 30GW/年；西门子能源燃机产能计划在 2027 年提升至 22GW，并在 2030 年提升至 30GW 以上；三菱重工则计划在 2026 年底将产能提升 30%。

表 3：GEV、西门子能源、三菱重工燃气轮机扩产计划

公司	燃机扩产计划
GEV	20GW（2026E）→24GW（2028E）→30GW（2030E）
西门子能源	17GW（2024）→22GW（2027E）→30GW+（2030E）
三菱重工	计划产能提升 30%（2026 年底）

数据来源：公司公告，西南证券整理，注：西门子能源扩产口径包含联合循环配置中汽轮机容量

2.3 海外厂商多元竞争，第三方供应体系成熟

全球余热锅炉（HRSG）市场呈现“燃机 OEM 配套型+第三方独立专业供应商”并存的竞争格局，整体集中度低于燃气轮机主机市场。除了头部燃机主机厂商（GEV、西门子能源、三菱重工），还包括 Nooter/Eriksen、John Cockerill、Vogt 等第三方独立厂商，各厂商可通过自有技术或授权技术适配不同品牌燃机。

在第三方 HRSG 供应商中，海外市场已形成以 Nooter/Eriksen（NE）、Vogt、John Cockerill 及韩国 BHI 等企业为代表的竞争格局。其中，NE 在全球及北美市场均处于领先地位，全球市场份额超过 20%。国内市场方面，主要参与者包括西子洁能、华光环能和海陆重工等企业。

- Nooter/Eriksen（NE）成立于 1987 年，总部位于美国密苏里州，是全球主要的独立余热锅炉（HRSG）供应商之一，公司长期专注于燃气轮机余热回收系统的设计、工程和供应。截至目前，NE 已累计供应超过 1000 台 HRSG，覆盖 50 多个国家，余热锅炉输出功率覆盖至 300MW。根据公司官网，NE 主要客户包括西门子能源、三菱重工、Toshiba、Black & Veatch、Calpine、Ansaldo 等，覆盖多个头部燃机主机厂商。

图 17：2011-2020 年 NE 全球市场份额占比 21%



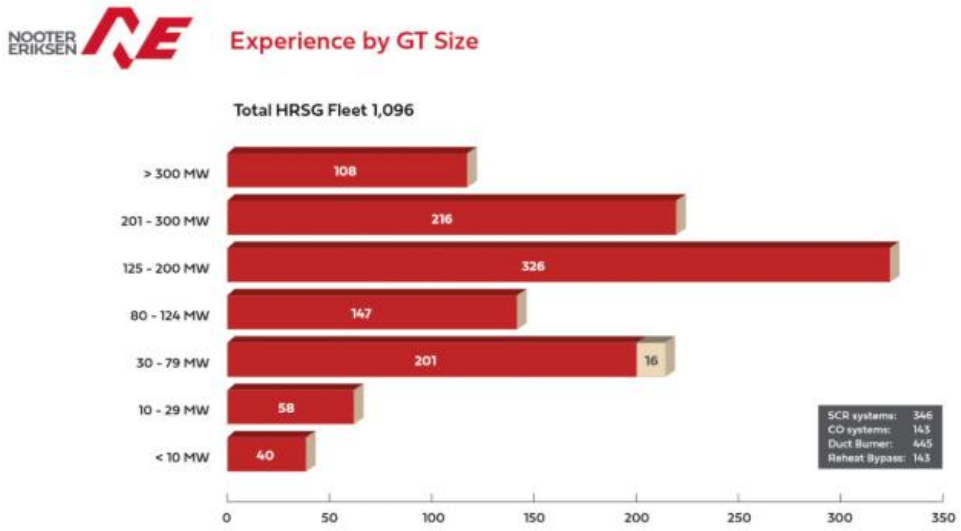
数据来源：NE 官网，西南证券整理

图 18：2020 年 NE 全球市场份额占比 26%



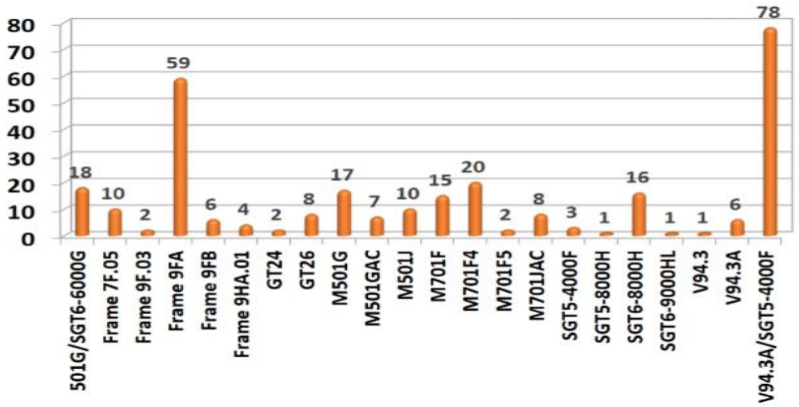
数据来源：NE 官网，西南证券整理

图 19：NE 已在全球范围内运行超过 1000 台余热回收锅炉 (HRSG)



数据来源：NE 官网、西南证券整理

图 20：NE 余热锅炉可以覆盖 GEV、西门子、三菱重工等头部燃机主机厂商

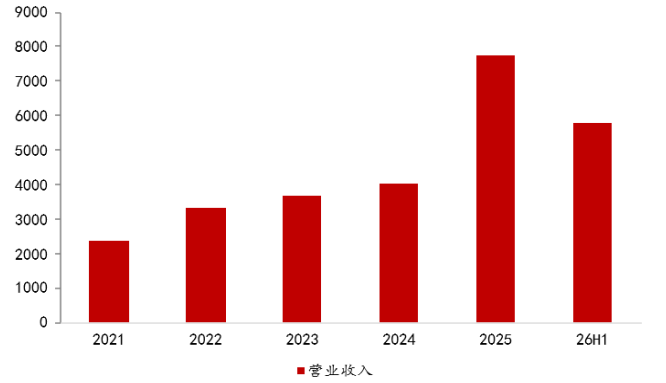


数据来源：NE 官网、西南证券整理

- BHI 成立于 1998 年，2005 年在韩国 KOSDAQ 上市，是一家以发电装备为核心的韩国中型制造企业，主要产品包括燃机余热锅炉（HRSG）、常规锅炉及冷凝器、换热器、除氧器等 BOP 设备。BHI 于 2017 年收购 Foster Wheeler 的锅炉业务，并在 2020 年进一步取得 Foster Wheeler 的联合循环 HRSG 核心技术。

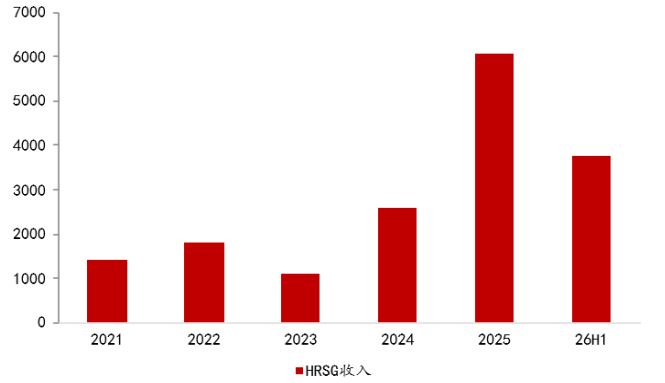
HRSG 出口高增，贡献 BHI 收入主要增量。2025 年，BHI 公司收入从 2024 年 4047 亿韩元增长至 7741 亿韩元，同比增长约 91.3%；同期 HRSG 收入从 2590 亿韩元增长至 6059 亿韩元，同比增长 134%，2025 年 BHI 新增的绝大部分收入实际上来自 HRSG 业务；26H1，BHI 收入 5771 亿韩元，HRSG 业务收入 3774 亿韩元，占比 65%，其中海外收入 3193 亿韩元，HRSG 海外收入占比进一步提升至 85%；HRSG 海外收入从 2024 年 1090 亿增长至 2025 年 4791 亿韩元，同比增长约 340%，几乎贡献 2025 年 HRSG 业务所有增量，**反映海外部分主机厂在 2025 年自有 HRSG 产能开始趋于紧张，海外 HRSG 订单逐渐向独立供应商外溢。**

图 21：2025 年起 BHI 营业收入高增（亿韩元）



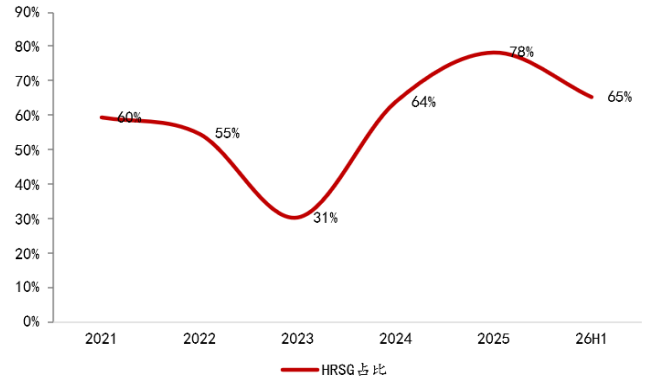
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：2025 年起 BHI HRSG 业务贡献主要增长（亿韩元）



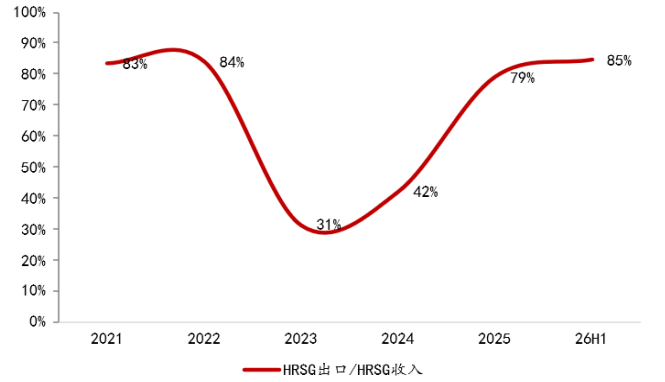
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2021-2026H1 HRSG 业务收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：2021-2026H1 HRSG 业务海外收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

- Vogt Power International 是一家美国 HRSG 专业厂商，总部位于美国肯塔基州 Louisville，其 1880 年由 Henry Vogt 创立，1902 年进入锅炉业务，1960 年代开始生产 HRSG，后来逐渐从传统锅炉企业转型成为专业 HRSG 供应商。公司核心业务聚焦 HRSG 及相关服务，可为不同品牌、不同功率等级的燃气轮机提供定制化余热锅炉，产品覆盖多压力等级、再热及补燃等技术路线，并提供 HRSG 改造、检修和

备件等全生命周期服务，公司燃机余热锅炉功率可以匹配 25MW-550MW 以上的燃气轮机，在全球已有超过 600 台 HRSG 投入运行，客户已经覆盖美洲、欧洲、亚洲及中东等地。

图 25：Vogt V 系列余热锅炉



数据来源：Vogt 官网、西南证券整理

- John Cockerill 是总部位于比利时的大型综合工业集团，其能源业务覆盖锅炉、余热锅炉及能源系统等领域，是全球领先的第三方 HRSG 技术供应商之一。公司 HRSG 产品可适配 GE、MHI、Siemens 等主流燃机厂商，功率覆盖 25MW-500+MW，拥有水平式、立式、汽包式及直流式等多种技术路线，并针对燃气轮机频繁启停、低排放及氢燃料适配等需求持续进行技术升级。

图 26：John Cockerill HRSG 适配主流燃机厂商 1

John Cockerill　Vertical HRSGs | Horizontal HRSGs

PROJECT	GT Type		H.R.S.G t/h	barA	C	Qty	PLANT MW	Layout	Commissioning	Features
Delfin FLNG1 | Gulf of Mexico										
	SGT-750	HP	73	44	433	2	-	2 (2-1-1)	-	ASME Natural gas Assisted Circulation FLNG
Confidential | Middle East										
	SGT5-9000HL	HP	572	168	600	1	800	1 (1-1-1)	2029	SCR ASME/PED Natural gas Natural circulation Aesthetic Enclosure, Acoustic Shrouds
		IP	36	43	349					
		LP	43	5	288					
		Reheat	578	41	608					
Ptolemais | Greece										
	AE94.3 A	HP	272	122	553	1	450	1 (1-1-1)	2029	SCR Provi ASME/PED Natural gas Natural circulation
		IP	58	29	320					
		LP	44	4	276					
		Reheat	327	27	549					
Tisza | Hungary										
	GT26	HP	337	155	601	2	900	2 (1-1-1)	2029	ASME/PED Natural gas Natural circulation Boiler house
		IP	46	34	324					
		LP	26	4	276					
		Reheat	378	32	600					
Jezkazgan | Kazakhstan										
	SGT-800	HP	64	80	543	1	75	1 (1-1-1)	2027	Natural gas Natural circulation
		LP	13	6	254					
Koh Kong | Cambodia										
	M701F4	HP	309	144	568	2	920	2 (1-1-1)	2027	Natural gas Natural circulation
		IP	67	33	289					
		LP	49	4	289					
		Reheat	357	31	568					

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 27：John Cockerill HRSG 适配主流燃机厂商 2

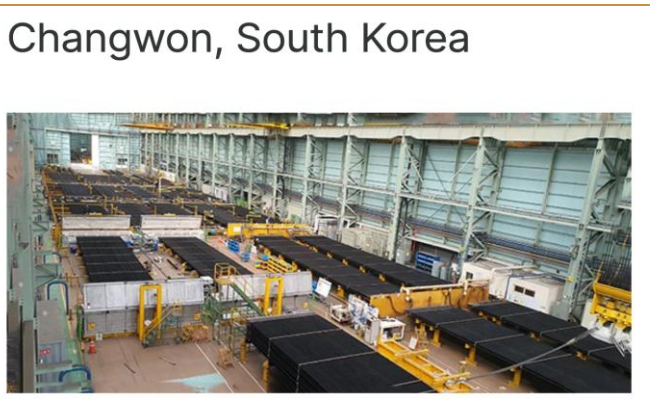
John Cockerill　Vertical HRSGs | Horizontal HRSGs

PROJECT	GT Type		H.R.S.G t/h	barA	C	Qty	PLANT MW	Layout	Commissioning	Features
Grudziadz 2 | Poland										
	SGT5-4000F	HP	342	168	586	1	560	1 (1-1-1)	2027	SCR ASME/PED Natural gas Natural circulation HP Benson
		IP	75	38	338					
		LP	44	4	248					
		Reheat	389	35	585					
Gdansk | Poland										
	SGT5-4000F	HP	342	170	587	1	456	1 (1-1-1)	2027	Cogen SCR ASME/PED Natural gas Natural circulation HP Benson
		IP	75	38	338					
		LP	47	4	247					
		Reheat	390	35	585					
Baghdad | Iraq										
	MS9001E	HP	184	83	515	2	375	1 (2-2-1)	2026	Add-on Light Crude Oil Natural circulation
		LP	48	6	234					
Bazyan II | Iraq										
	9F.04	HP	335	97	567	2	800	1 (2-2-1)	2028	ASME Natural gas Natural circulation
		LP	36	8	253					
Brunei | Brunei										
	SGT-800	HP	63	84	543	2	120	1 (2-2-1)	2027	Natural gas Natural circulation
		LP	11	7	261					
Jinhua | China										
	M701J	HP	432	170	602	2	1470	2 (1-1-1)	2026	Natural gas Natural circulation SS tubes
		IP	64	37	325					
		LP	62	4	293					
		Reheat	473	35	602					

数据来源：公司官网，西南证券整理

- GEV 的 HRSG 业务主要通过外延收购形成。GEV 于 2015 年完成对 Alstom 电力业务的收购，获得 Alstom 原有 HRSG 技术；2016 年进一步以约 2.5 亿美元收购韩国斗山建设 HRSG 业务。公司拥有自主的 Once Through（OT）HRSG 技术，并在韩国昌原、越南 Dung Quat 设有 HRSG 制造基地，能够自主完成压力部件模块的采购、制造、焊接和质量控制。

图 28：GEV 韩国昌原余热锅炉制造基地



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 29：GEV 越南 Dung Quat 余热锅炉制造基地



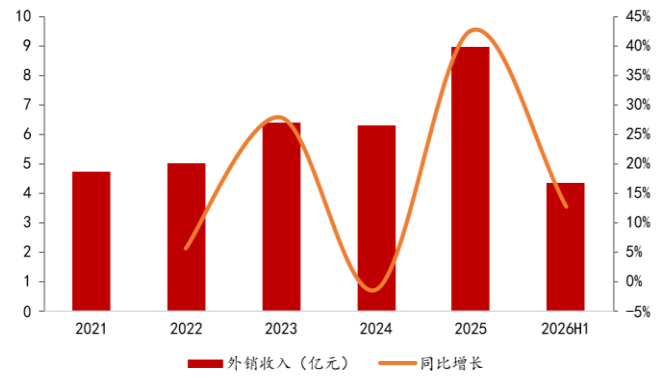
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.4 国内龙头优势稳固，海外订单驱动二次成长

长期技术积累使公司具备跨主机厂、跨机型的 HRSG 配套能力。公司自上世纪 70 年代开始开展余热锅炉相关研发，先后形成针对不同燃机平台的产品和工程经验，可适配安萨尔多、阿尔斯通等国际主要燃机供应商的各类各级机型，机组发电功率涵盖 8-850MW。公司目前累计 HRSG 供货量已超过 450 台套。公司长期积累的不同燃机平台项目经验能够降低进入新项目时的技术和交付门槛。

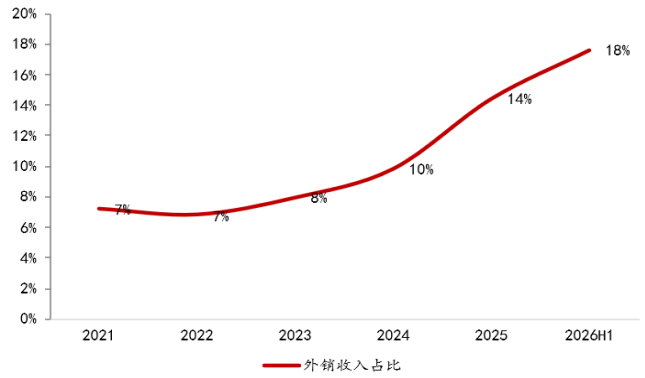
公司为国内燃机余热锅炉领域的头部供应商，海外市场为业务增长的重要驱动力。公司燃机余热锅炉国内市场份额超过 50%，公司余热锅炉产品已经出口至东南亚、南美洲、非洲、中东等“一带一路”沿线市场，并取得巴基斯坦必凯 9H 级 HRSG、尼日利亚 12 台 9E 燃机余热锅炉等海外项目。2026H1 公司外销收入占比达到 17.6%，同比增长 3.77pp，公司将海外市场作为未来全球化拓展的重要方向。

图 30：2021-2026H1 公司外销收入变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2026H1 公司外销收入占比提升至 17.6%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：巴基斯坦必凯 9H（配 GE 9HA.01 燃机）



数据来源：公司官网，西南证券整理

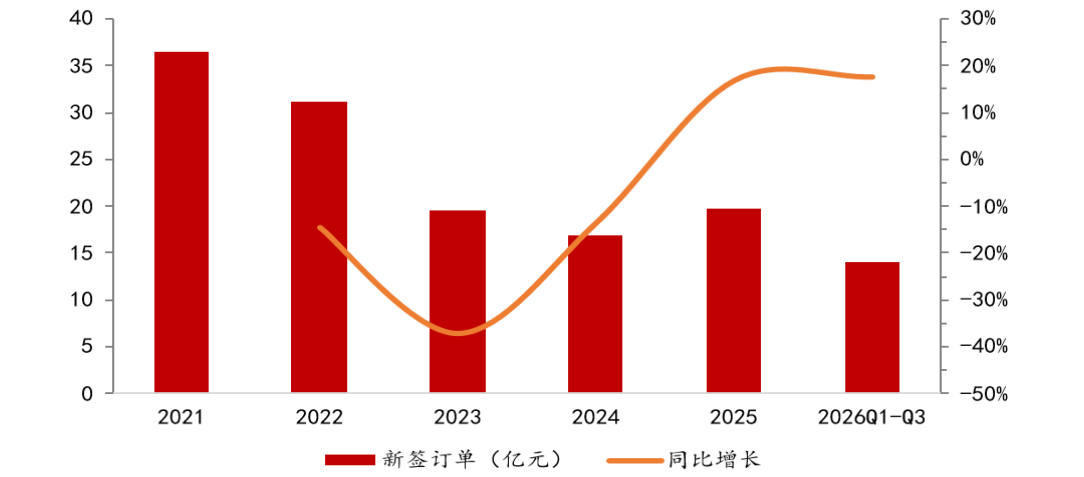
图 33：CMEC 白俄卢克木里 9F（配 SGT5-4F 燃机）



数据来源：公司官网，西南证券整理

全球燃机需求快速增长已经开始向公司余热锅炉订单端传导，2025 年公司余热锅炉新签订单和年末在手订单均实现较快增长。2025 年公司新签余热锅炉订单 19.67 亿元，同比增长 16.81%；年末余热锅炉在手订单 21.83 亿元，同比增长 22.41%，较 2023-2024 年的低位明显修复。从历史数据看，公司余热锅炉新签订单规模在 2020-2022 年维持较高水平，2023-2024 年受到国内燃机招标节奏以及公司主动优化接单策略影响有所下降，而 2025 年随着海外燃机需求启动，订单重新进入增长阶段。

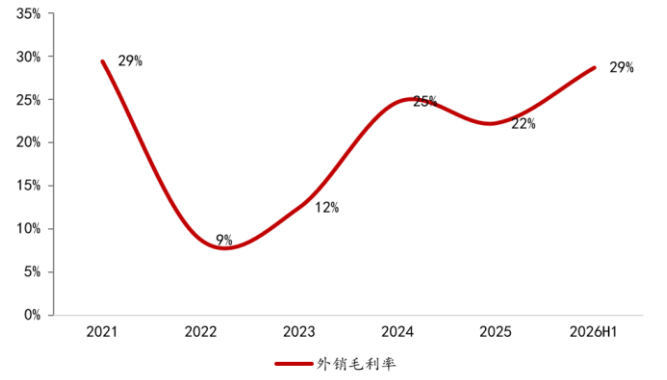
图 34：2021-2026Q1-Q3 公司余热锅炉新签订单及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

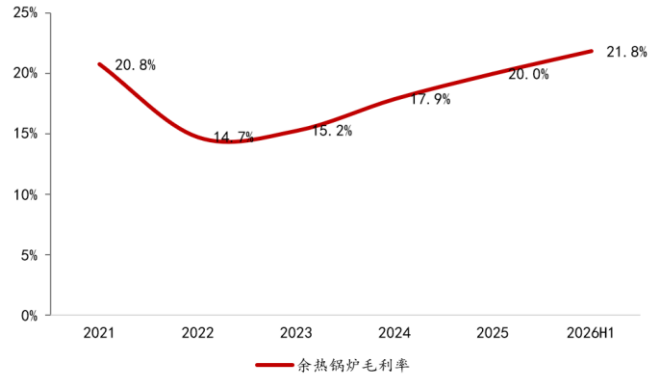
收入规模尚未恢复，盈利能力明显改善。公司近年来持续优化订单结构、重视订单质量，同时海外业务毛利率相对较高，推动 HRSG 盈利能力改善。公司余热锅炉业务毛利率由 2021 年的 20.8%下降至 2022 年的 14.7%，随后逐步回升，2024/2025 年分别为 17.9%、20.0%，2026H1 进一步提升至 21.8%。

图 35：2026H1 公司外销毛利率明显改善



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：2021-2026H1 公司余热锅炉业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 熔盐储能：光热装机提速，多应用场景打开增量

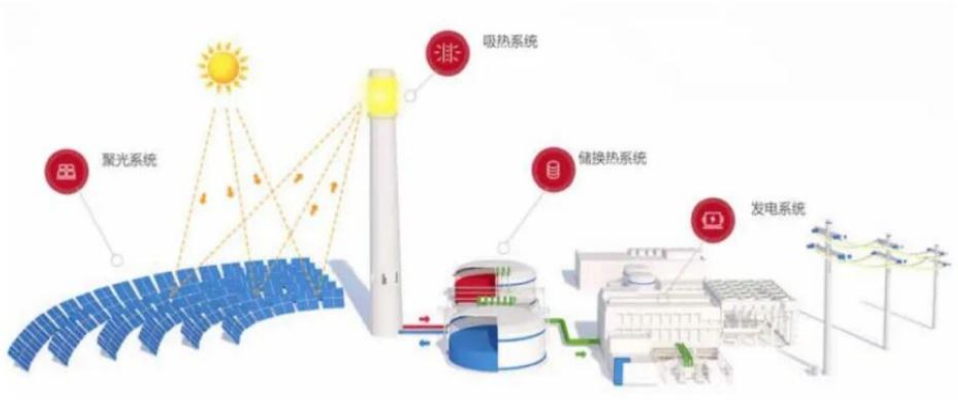
3.1 光热产业扩容，熔盐储能价值凸显

熔盐储能以高温熔盐作为储能介质，通过“电➞热➞盐➞热➞电/热”的能量转换实现长时储能，兼具电力调节与热能供应能力。

熔盐通常在常温下为固态，通过电加热或其他热源将其加热至熔融状态，并利用熔盐较高的比热容和较宽的工作温度范围储存热量。需要释放能量时，高温熔盐与给水、导热介质等进行换热，产生蒸汽驱动汽轮机发电，也可以直接向工业用户提供蒸汽。因此，与锂电池主要以“电能➞化学能➞电能”的方式储能不同，熔盐储能本质上属于热储能，其核心价值在于以相对低成本的介质实现大规模、长时间的能量搬移。

从系统运行方式看，熔盐储能主要包括两类路径：一类是“光热储能”，利用太阳能集热系统将熔盐加热，在光照充足时储热、夜间利用储存的热量发电；另一类是“电加热熔盐储能”，利用低谷电、弃风弃光等低成本电力加热熔盐，在用电高峰时通过蒸汽系统发电或供热。

图 37：熔盐塔式太阳能热发电系统示意图



数据来源：国家太阳能光热联盟《蓝皮书 2022》、CSPPLAZA、西南证券整理

我国已形成覆盖塔式、槽式及菲涅尔式的主流光热发电技术体系。按照聚光集热方式不同，主流技术主要包括塔式、槽式和菲涅尔式等路线，其中塔式通过大规模定日镜将太阳光集中至塔顶吸热器，槽式利用抛物面反射镜将太阳光聚焦至集热管，菲涅尔式则通过线性排列的反射镜将太阳光聚集至固定位置的集热管/吸热器。

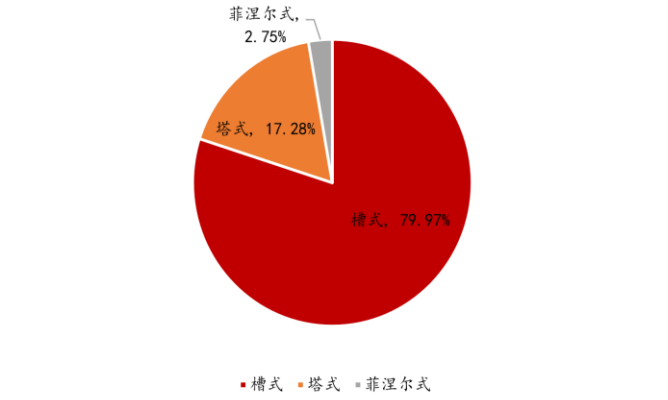
表 5：光热发电三种技术路线对比

技术路线	聚光方式	核心设备	技术特点
塔式	点聚焦	定日镜、吸热塔、吸热器	聚光比和集热温度较高，适合大规模储热
槽式	线聚焦	抛物槽、集热管、导热系统	技术成熟、商业化经验丰富
菲涅尔式	线聚焦	线性反射镜、吸热管	系统结构相对简单、镜场布置灵活

数据来源：西南证券整理

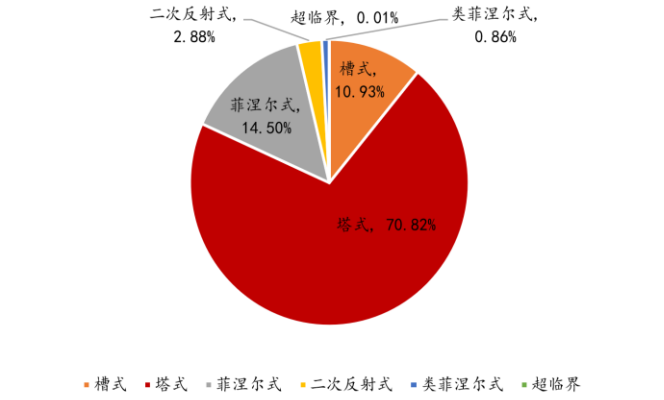
全球光热发电产业早期商业化以槽式技术为主，而我国近年来新增光热项目则以塔式路线占据较高比重。截至 2025 年底，在我国光热发电累计装机容量中，塔式约占 70.82%，槽式约占 10.93%，菲涅尔式约占 14.50%。而国外主要国家和地区中，槽式约占 79.97%，塔式约占 17.28%，线菲式约占 2.75%。我国大规模发展光热较晚，进入产业化时塔式技术已经成熟，且塔式能够实现更高温度的集热，并可以采用熔盐直接吸热、传热和储热，减少中间换热环节，更适合构建大规模、长时熔盐储能系统，因此我国塔式技术路线占比较高。

图 38：2025 国外光热发电技术路线占比



数据来源：《2025 中国太阳能热发电行业蓝皮书》，西南证券整理

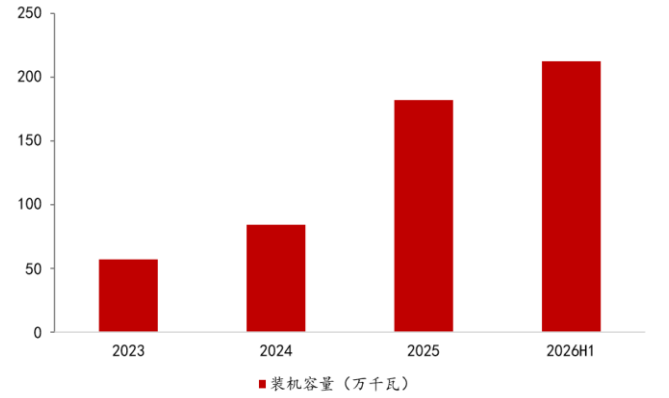
图 39：2025 中国光热发电技术路线占比



数据来源：《2025 中国太阳能热发电行业蓝皮书》，西南证券整理

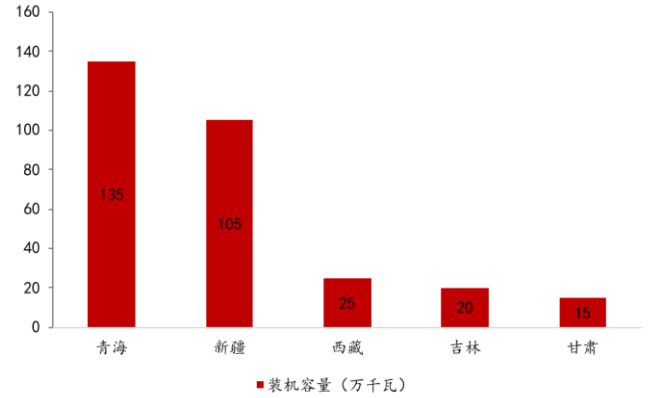
我国光热发电已由早期示范验证阶段逐步进入规模化发展阶段，近年来装机及在建项目规模持续扩大。截至 2026H1 我国已建成投运光热发电项目 24 个，装机容量达 212 万千瓦，位居全球第二；在建项目 26 个，装机容量 320 万千瓦。2025 年 12 月，国家发展改革委、国家能源局发布的《关于促进光热发电规模化发展的若干意见》明确，到 2030 年，光热发电总装机规模力争达到 1500 万千瓦左右，度电成本与煤电基本相当，技术实现国际领先并完全自主可控，行业实现自主市场化、产业化发展，成为新能源领域具有国际竞争优势的新产业，若实现 2030 年 1500 万千瓦目标，**未来 4 年内装机仍存在接近 968 万千瓦的装机缺口。**

图 40：2023-2026H1 中国光热发电装机规模呈上升趋势



数据来源：国家能源局，西南证券整理

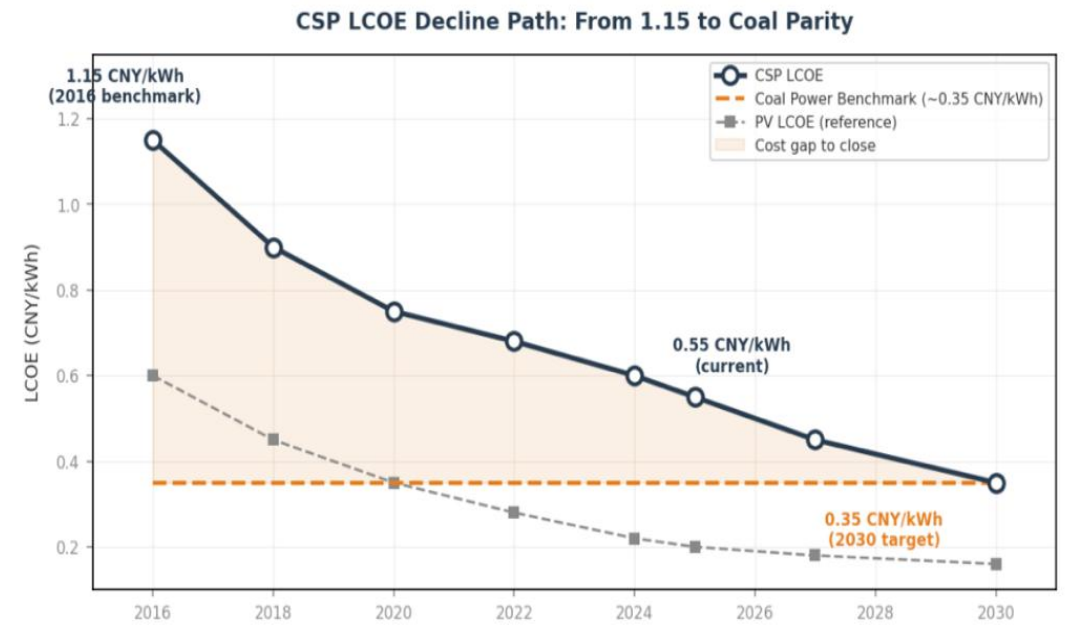
图 41：截至 2025 年底我国在建光热发电装机容量



数据来源：国家太阳能光热联盟《蓝皮书 2025》、西南证券整理

度电成本下降至 0.55 元/kWh，与煤电成本差距逐渐缩小。根据国家能源局，截至 2025 年底光热发电单位千瓦建设成本从 10 年前的约 3 万元下降至 1.5 万元，度电成本从 1.15 元/kWh 降至 0.55 元上下，光热发电已初步具备规模化发展的基础。

图 42：2025 年光热发电度电成本降至 0.55 元/kWh 左右

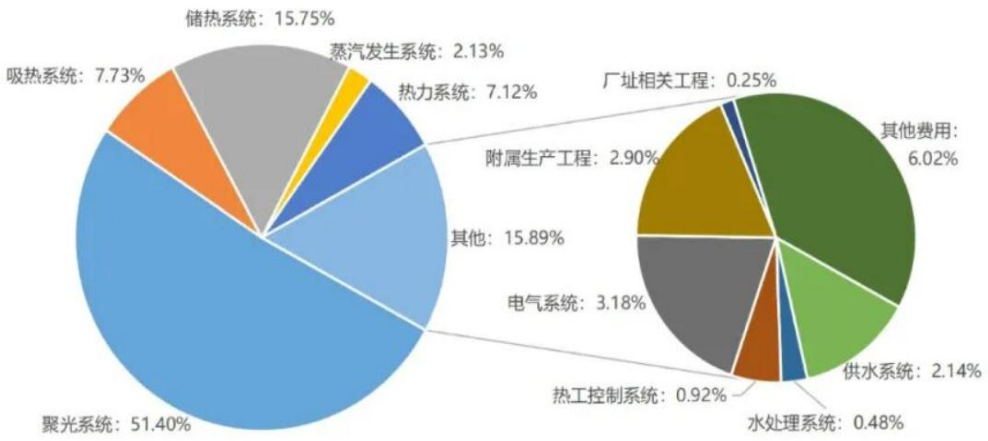


数据来源：国家能源局、IRENA、国家太阳能光热联盟《蓝皮书 2025》、CSPPLAZA、西南证券整理

塔式光热发电系统可分为聚光、吸热、储换热和发电四大系统，主要部件设备包括：定日镜吸热塔、吸热器、熔盐储罐、蒸汽发生器和汽轮发电机组等。熔盐塔式光热电站运行原理基本为：以吸热塔为中心呈圆周状分布的定日镜跟踪太阳（方位角和高度角调节控制），将太阳光反射汇聚至位于吸热塔顶部的吸热器上，加热通过冷盐泵泵送至吸热内的低温熔盐，被加热的熔盐(温度升至约 565℃)通过管道流入高温熔盐储罐中，在需要发电时，高温熔盐与水换热后产生高温高压蒸汽，驱动汽轮发电机组发电。经过蒸汽发生器，放热后的熔盐被送至低温熔盐储罐，再循环至塔顶的吸热器被加热。

塔式光热发电投资中聚光系统投资占比 51.4%，储热系统占比 15.75%，吸热系统占比 7.73%。根据国家太阳能光热联盟《蓝皮书 2022》，12 小时储热 100MW 塔式太阳能热发电站的总投资在 25~30 亿元之间。按照功能划分，电站投资主要发生在集热系统（聚光系统、吸热系统），储换热系统（包括储热系统、蒸汽发生系统），其中聚光系统投资占比 51.4%，储热系统占比 15.75%，吸热系统占比 7.73%。

图 43：12 小时储热 100MW 塔式太阳能光热电站投资组成

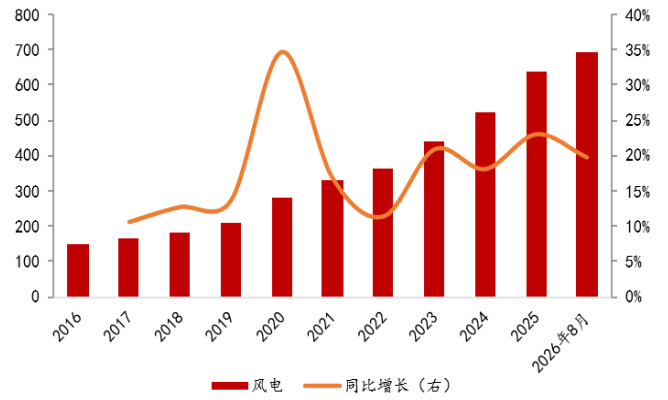


数据来源：国家太阳能光热联盟《蓝皮书 2022》、可胜技术、西南证券整理

经测算至 2030 年光热发电市场空间约 1452 亿元。考虑到 2030 年光热发电装机容量需达到 1500 万千瓦，则还至少需要 968 万千瓦光热发电装机建设，若按照 2025 年底电站建设成本 1.5 万元/千瓦计算，则对应市场空间为 1452 亿元，聚光、储热、吸热系统对应空间分别达 746、229、112 亿元。

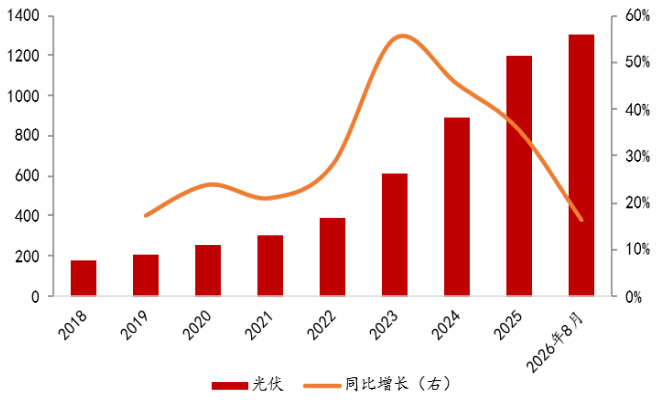
新能源占比提升推动煤电机组调峰能力建设，存量机组灵活性改造需求有望持续释放。随着风电、光伏装机规模增长，电力系统净负荷波动加大，对传统电源的调节能力提出更高要求。煤电机组作为电力系统的重要支撑性电源，除承担基础电力供应外，还需要通过灵活性改造提升深度调峰和负荷调节能力。国家发展改革委、国家能源局于 2024 年 2 月发布《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》，提出深入开展煤电机组灵活性改造，力争到 2027 年存量煤电机组实现“应改尽改”，并在新能源占比较高、调峰能力不足的地区探索煤电机组深度调峰，推动最小发电出力达到额定负荷的 30%以下。随着新能源消纳需求增加，存量煤电机组的调峰能力建设有望为熔盐储热等技术路线创造应用机会。

图 44：2016-2026 年 8 月国内风电累计装机容量（GW）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 45：2016-2026 年 8 月国内光伏累计装机容量（GW）



数据来源：Wind，西南证券整理

熔盐储热通过在火电机组中引入热量存储与释放环节，为机组深度调峰及顶峰运行提供新的技术路径。传统煤电机组的锅炉产热、蒸汽系统与汽轮机发电紧密耦合，机组降低出力时需要兼顾锅炉稳燃、设备运行安全及经济性等约束。熔盐储热系统可通过抽取部分蒸汽热量或采用电加热等方式加热熔盐，并在需要时释放热量、参与蒸汽系统运行，从而改变热量产生与即时发电之间的匹配关系，提升机组运行灵活性。与常规机组改造相比，熔盐储能潜在价值在于利用储热环节增强机组调节能力。

3.2 技术储备充足，示范项目落地

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、储换热设备，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，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，其中青海中控惠令哈熔盐塔式、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，在执行光热项近 1.5GW。

图 46：公司熔盐储能产品布局



数据来源：公司官网、西南证券整理

大型煤电机组熔盐储热示范项目落地，为火电灵活性改造规模化推广提供参考。公司参与的国家能源集团河北龙山电厂 600MW 火电机组熔盐储热灵活性调峰示范项目，于 2025 年 4 月正式投运。该项目采用多汽源抽汽—配汽调控技术，项目以熔融盐作为蓄热介质，在电网低谷时段进行蓄能，在电网负荷高峰时段释放能量，从而提高电网稳定性。项目规模为 100 兆瓦/400 兆瓦时，项目投运后，龙山电厂火电机组的调峰能力在原有基础上增加 100 兆瓦，顶峰能力增加 30-60 兆瓦，机组深调期间可实现边储边放，最大供汽量达 230 吨/小时。

图 47：国家能源集团河北龙山电厂 600MW 火电机组熔盐储热灵活性调峰示范项目



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。

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。

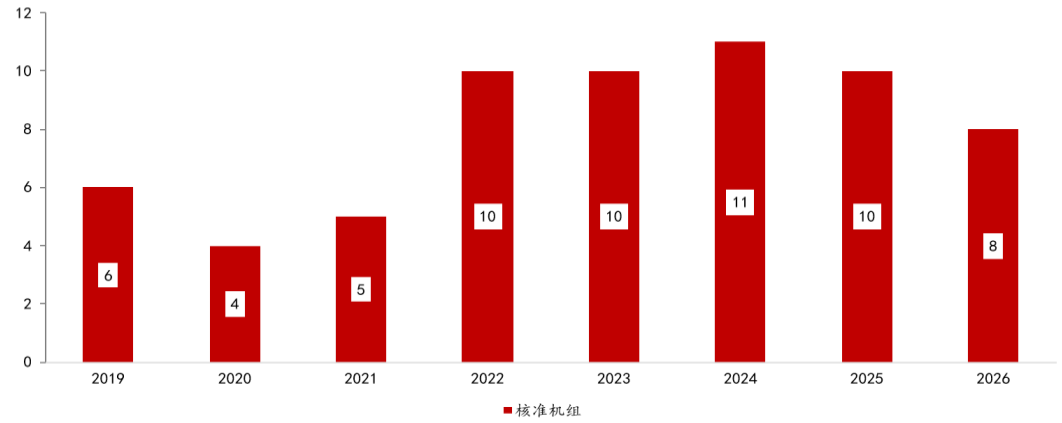
公司此次与清微智能的战略携手，是公司主动布局“智能+能源”交叉领域的关键一步。展望未来，双方将通过组建专项工作小组、建立常态化沟通机制，将协议蓝图转化为具体项目，共同探索算力中心储能的创新模式，为我国人工智能产业的绿色可持续发展，注入一股强劲而智慧的“零碳”动力。

4 核电：审批常态化，设备端需求持续释放

4.1 国内核电行业景气上行，设备投资空间广阔

核电审批进入常态化阶段，拉动设备端需求释放。我国核电行业近年来重新进入较高强度的核准周期，为上游核电设备制造商提供了持续的项目来源。2011–2018 年我国仅核准 11 台核电机组；2019 年以后审批重新恢复，2019–2026 年我国分别核准 6、4、5、10、10、11、10、8 台机组。

图 48：2019-2026 年，我国核电机组核准审批加速

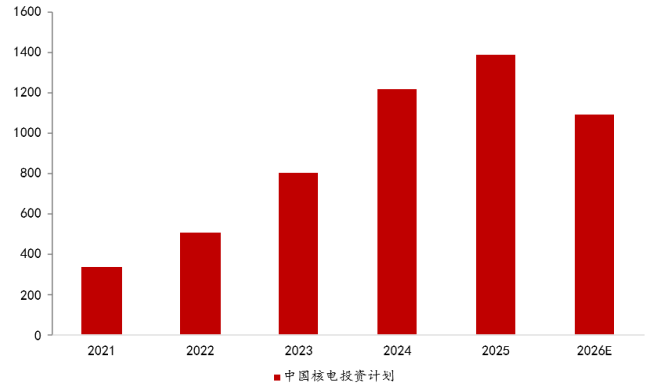


数据来源：公司公告、西南证券整理

受益于核电产业景气度提升，核电设备龙头企业投资计划显著提高。2026 年中国核电计划投资 1093 亿元，中国广核计划投资 864 亿元。

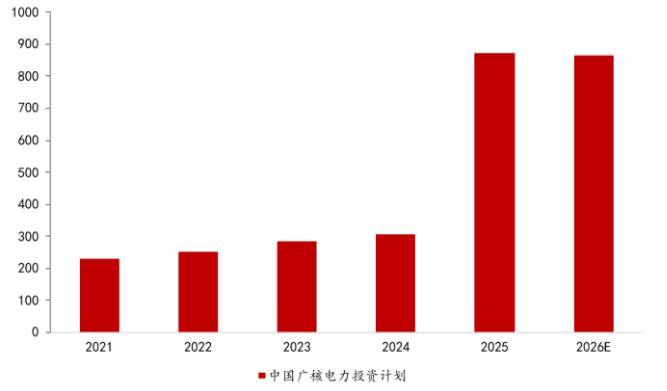
核电核准节奏恢复常态化，核电运营商资本开支中枢持续抬升。中国核电年度投资计划由 2021 年的 339 亿元提升至 2026 年 1093 亿元，中国广核投资计划则由 2021 年的 231 亿元提升至 2026 年的 864 亿元，从固定资产投资看，中国广核 2025、2026 年固定资产投资计划分别达到 619 亿元和 711 亿元，较 2024 年的 252 亿元明显提升。伴随核电项目持续开工建设，运营商固定资产投资高位运行将进一步向核岛、常规岛及辅助系统设备采购传导，为核电设备供应商带来持续的订单需求。

图 49：2026 年中国核电计划投资 1093 亿元（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

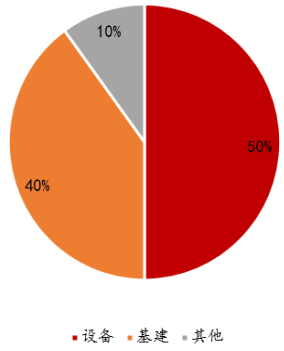
图 50：2026 年中国广核计划投资 864 亿元（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

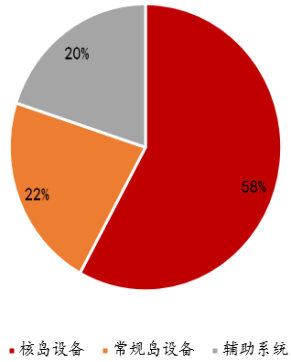
从价值量看，核电投资环节中设备价值量更高。通常核电站投资中设备、基建和其他投资的比例分别为 50%、40%及 10%，单台机组设备达百亿元，是核电项目最重要的资本开支项。核电站内的设备主要分为三类：核岛设备、常规岛设备、辅助系统，其投资比例分别为 58%、22%及 20%。

图 51：核电投资中设备占比 50%



数据来源：中国核能行业协会，西南证券整理

图 52：设备投资中核岛设备占比 58%



数据来源：中国核能行业协会，西南证券整理

表 6：核电设备构成

设备类型	典型设备
核岛设备	反应堆压力容器、蒸汽发生器、主管道、主泵、稳压器、堆内构件、控制棒驱动机构、核级阀门等
常规岛设备	汽轮机、发电机、汽水分离再热器、凝汽器、加热器、除氧器、给水泵等
辅助系统	循环水、冷却水、HVAC、仪控、电气、废物处理等

数据来源：西南证券整理

4.2 深耕核级装备制造，向核岛与先进核能延伸

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 53：公司核电业务产品布局



数据来源：公司公告、西南证券整理

公司核电业务的布局开始从既有常规岛设备进一步向核岛及先进核能领域延伸。公司在崇贤制造基地建设核电专用清洁车间，规划面积 6480 平方米，可用于核级压力容器、储罐和换热器等高端设备制造，一期项目于 2025 年 9 月底投入使用；此外，公司于 2025 年 8 月设立杭州西子核能科技有限公司，进一步强化核电设备成套及工程技术研发平台。在产品方向上，公司计划依托现有核级制造能力向三代、四代核电设备拓展，并已经具备核聚变装置冷却水系统三级回路设备的全流程供货能力，后续还计划进一步拓展二级回路及杜瓦结构等设备。

图 54：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 55：深圳岭澳核电 1000MW 常规岛辅机项目

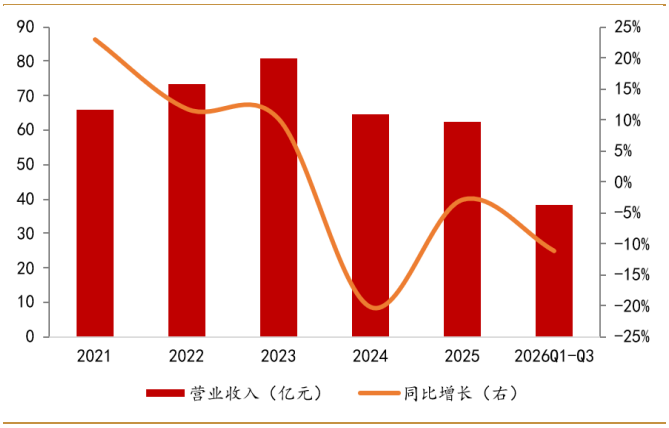


数据来源：公司官网，西南证券整理

5 财务分析：经营质量改善，海外市场加速突破

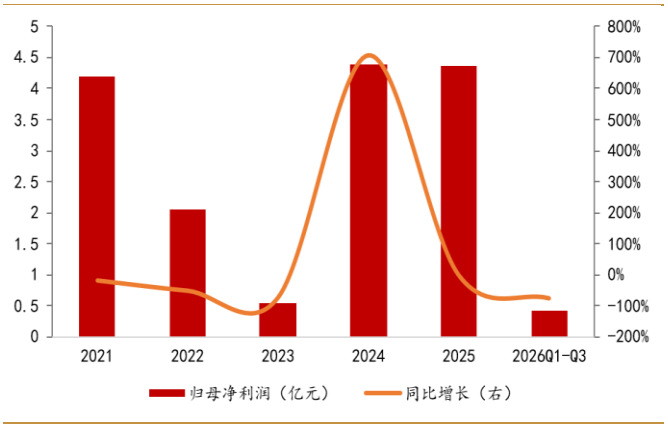
营收规模收缩，盈利能力大幅修复。2021-2023 年，公司营业收入由 65.78 亿元增长至 80.79 亿元，CAGR 达 10.8%，但同期归母净利润由 4.20 亿元降至 0.55 亿元；2024-2025 年公司主动优化业务结构，大力拓展海外市场，主营业务盈利质量进一步改善。整体来看，公司过去五年收入规模并未持续扩张，但经营重心已由规模增长逐步转向订单质量和盈利能力改善；2026 年前三季度公司实现营收 38.44 亿元，同比下降 11.28%；归母净利润 0.43 亿元，同比下降 75.61%；扣非归母净利润亏损 0.29 亿元，同比下降 119.1%；Q3 实现营收 13.7 亿元，环比下降 0.64%，归母净利润 0.93 亿元，环比增长 184.5%；业绩亏损主要受联营企业赫普能源经营未达预期影响，公司计提了相关投资损失及计提长期投资减值准备，合计影响利润约 1.49 亿元；此外，受部分下游客户处于行业周期底部、应收账款及合同资产的收款账期延长影响，公司计提相关预期信用损失及合同资产减值损失，影响利润 0.74 亿元。

图 56：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

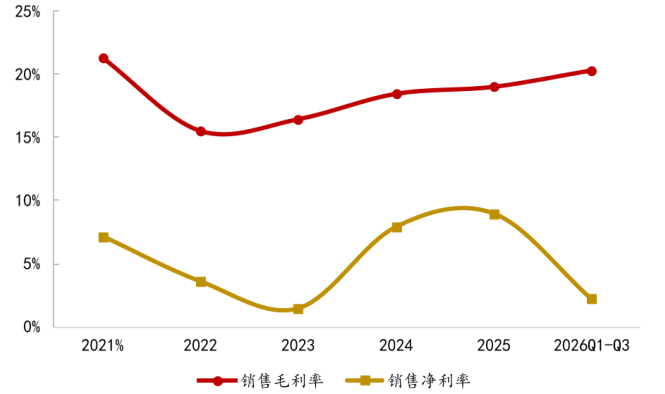
图 57：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

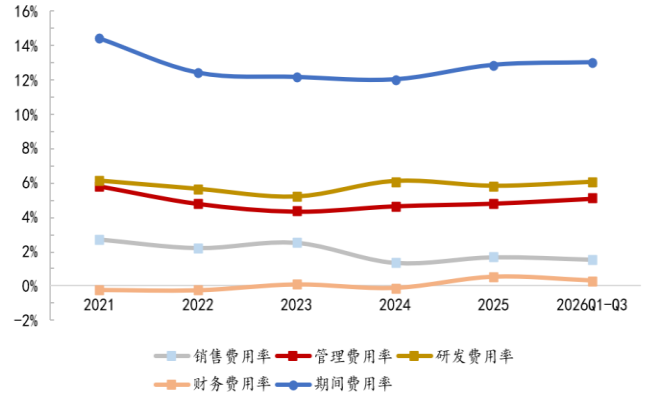
毛利率持续改善，费用管控稳定。2021-2023 年公司毛利率由 21.30%下降至 16.46%，净利率由 7.15%进一步降至 1.43%，2023 年以来公司盈利能力明显修复，毛利率由 2023 年的 16.46%提升 2025 年 19.02%，同期净利率由 1.43%提升至 8.97%，期间费用率仅由 2023 年的 12.17%小幅升至 2025 年的 12.87%，总体来看，公司近年来利润修复并非主要依赖费用管控，而是伴随项目盈利能力改善、业务结构优化，毛利率持续回升所致；2026 前三季度公司毛利率提升至 20.32%，净利率降至 2.19%，期间费用率 13.02%，主要系受投资收益减少、资产减值损失增加影响。

图 58：公司盈利能力情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 59：公司期间费用率情况

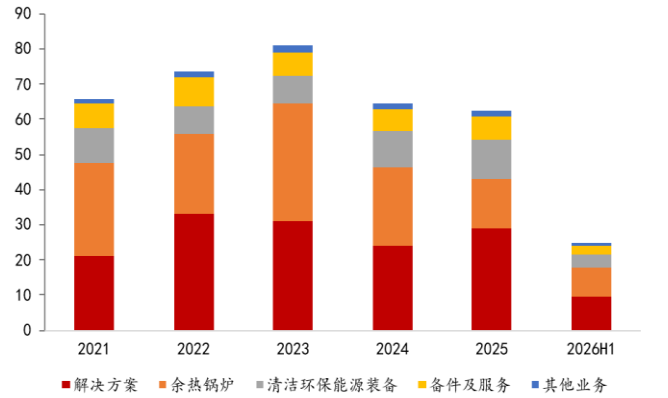


数据来源：Wind，西南证券整理

解决方案和余热锅炉业务支撑公司主要收入。余热锅炉业务是公司的传统主营业务，2021-2025 年，公司余热锅炉收入规模下滑，主要系传统余热锅炉行业需求主要受电力、钢铁、有色、建材等下游行业的需求变化影响，在锅炉行业产能扩大、新增装机容量下降的背景下，部分余热锅炉需求可能受到影响，2026H1 收入回升至 8.16 亿元，同比增长 53.82%，占营业收入比重升至 32.96%，呈现恢复态势。毛利率方面，余热锅炉毛利率由 2022 年 14.72%逐步修复至 2026H1 的 21.83%，这主要是因为自 2023 年公司严格控制订单质量，主动放弃部分毛利水平较低的余热锅炉订单，此外，公司拓展海外市场，优化订单质量，提升盈利水平。

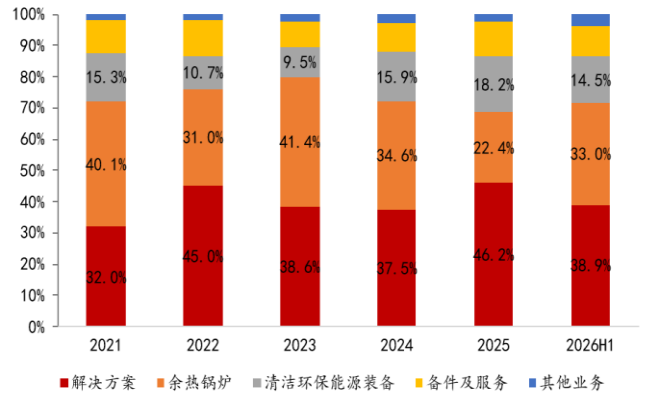
解决方案业务是公司的核心业务板块，2021-2025 年收入整体较为波动，2026H1 收入 9.63 亿元，同比下滑 31.35%，毛利率方面，该业务 2022 年起毛利率介于在 12%-16%之间，毛利率、收入主要受项目订单获取及交付节奏影响波动较大。

图 60：公司营收构成（亿元）



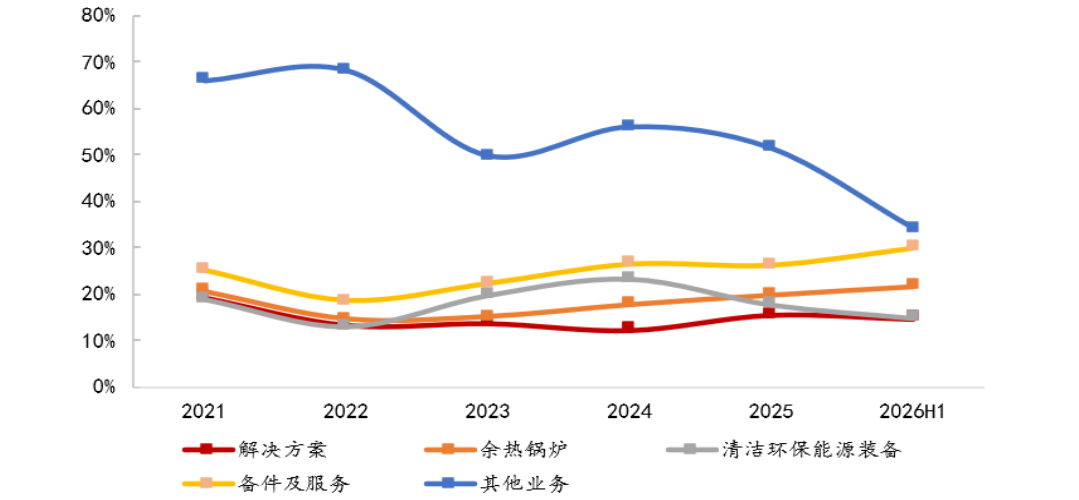
数据来源：Wind，西南证券整理

图 61：公司营收构成（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

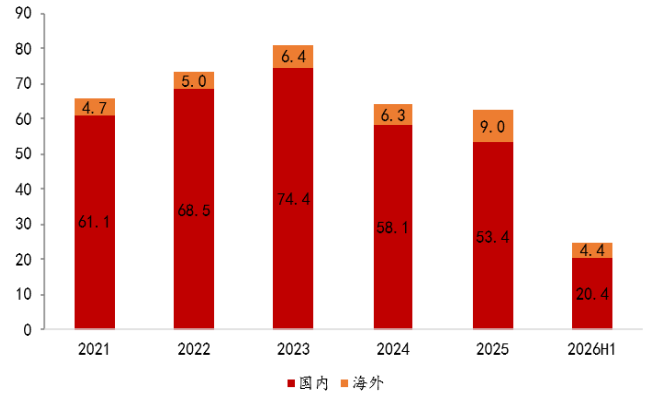
图 62：公司各业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

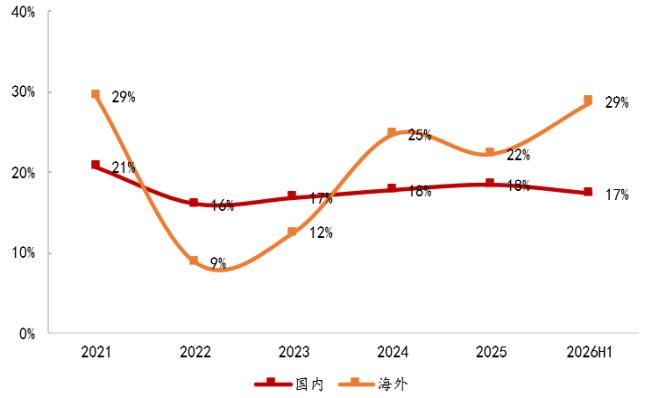
海外收入占比提升显著，盈利能力持续增长。2025 年公司海外收入同比增长 42.5%至 8.98 亿元，占营业收入比重升至 14.39%；2026H1 海外收入同比增长 12.78%，占比进一步升至 17.59%。盈利能力方面，海外毛利率由 2022 年的 8.72%提升至 2026H1 的 28.74%，近两年明显高于内销毛利率。公司海外收入占比持续提升，海外市场逐渐成为公司收入增长的重要来源，且外销业务毛利率水平较高，公司盈利能力有望持续修复。

图 63：公司国内、海外收入构成（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 64：国内外盈利能力情况



数据来源：Wind，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 绝对估值

关键假设如下：

1）无风险利率参考五年期国债利率，假设为 1.45%；市场组合报酬率参考沪深 300 指数三年平均收益率，假设为 6%；

2）参考债务总额及股票市值，假设债务资本比重为 3.17%；

3）有效税率假设为 15%不变。

表 1：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	16.40%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	1.45%
市场组合报酬率 Rm	6.00%
无杠杆 β	1.20
债务资本比重 Wd	3.17%
债务资本成本 Kd	6.71%
有效税率 Tx	15.0%
股权资本成本 Ke	7.09%

数据来源：西南证券

表 2：FCFE 估值结果

FCFE 估值	现金流折现值
FCFE2026（亿元）	17.72
PV(FCFE)	16.55
股票价值（亿元）	414.56
每股价值（元）	49.59

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 49.59 元。考虑绝对估值对过渡期增长率、永续增长率、WACC 等假设敏感度过高，故不采用绝对估值。

6.2 相对估值

关键假设：

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-20%/15%/15%，毛利率为 15%。

余热锅炉：伴随海外 AIDC 燃气轮机景气度上升，余热锅炉逐步供不应求，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 23%/30%/30%，毛利率分别为 22%/24%/25%。

清洁环保能源装备：截至 2026H1，我国光热发电机组累计装机容量达到 212 万千瓦，同比增长 39.5%，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-30%/16%/17%，毛利率分别为 15%/17%/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 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
解决方案	收入	2884	2307	2653	3051
	增速	19.3%	-20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
余热锅炉	收入	1399	1721	2237	2908
	增速	-37.2%	23.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	20.0%	22.0%	24.0%	25.0%
清洁环保能源装备	收入	1133	793	920	1076
	增速	10.5%	-30.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	17.7%	15.0%	17.0%	17.0%
备件及服务	收入	677	711	782	860
	增速	13.8%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
其他	收入	149	149	149	149
	增速	-13.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	51.4%	51.4%	51.4%	51.4%
合计	收入	6241	5680	6741	8044
	增速	-3.0%	-9.0%	18.7%	19.3%
	毛利率	19.0%	19.5%	20.4%	20.8%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 56.8 亿元(-8.99%)、67.4 亿元(+18.67%)和 80.4 亿元(+19.34%)，归母净利润分别为 2.86 亿元(-34.5%)、5.52 亿元(+93.2%)、7.40 亿元(+33.94%)，EPS 分别为 0.34 元、0.66 元、0.89 元，对应 PE 分别为 40、21、16 倍。

我们选取了主业相近的博盈特焊、华光环能、上海电气作为可比公司。华光环能与西子洁能同属国内余热锅炉上市制造企业，主业均涵盖锅炉设备的设计制造；博盈特焊以堆焊起家，国内有 2 条已建成的余热锅炉产线，海外越南产线已有 8 条产线投产；上海电气主业涵盖燃机整机、燃机余热锅炉、熔盐储能，与公司主业相近。从 PE 的角度看，2026-2027 年三家公司平均 PE 为 44、25 倍。

表 8：可比公司估值（2026/11/15）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
301468.SZ	博盈特焊	24.75	0.42	0.48	1.54	2.76	92.53	51.37	16.10	8.98
601727.SH	上海电气	5.95	0.08	0.10	0.14	0.18	82.97	58.74	41.73	33.92
600475.SH	华光环能	12.44	0.41	0.60	0.69	0.79	34.28	20.88	17.94	15.71
平均值							**69.93**	**43.66**	**25.25**	**19.54**
002534.SZ	西子洁能	13.83	0.52	0.34	0.66	0.89	26.48	40.43	20.93	15.62

数据来源：Wind，西南证券整理

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 56.8、67.4、80.4 亿元，归母净利润分别为 2.86、5.52、7.40 亿元，对应 PE 为 40、21、16 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，充分考虑公司余热锅炉受益于海外燃机高景气下的需求爆发，给予公司 2027 年 30 倍 PE，对应目标价 19.80 元，给予“买入”评级。

7 风险提示

（1）宏观经济大幅波动风险：若宏观经济出现大幅波动，下游行业资本开支意愿及预算可能随之收缩，进而对公司产品需求与订单交付节奏产生不利影响。同时融资环境收紧也可能推高公司资金成本，对盈利水平形成压制。

（2）行业竞争加剧风险：随着行业景气度提升，新进入者持续增加，头部厂商亦在加速产能扩张与技术迭代，可能引发价格竞争与核心人才争夺，导致公司市场份额及毛利率水平承压。

（3）数据中心业务开展不及预期的风险：数据中心项目建设周期长，若电力配套审批、土建施工进度不及预期，或下游客户算力需求释放节奏放缓，可能导致项目投产延期与产能利用率爬坡缓慢，影响业绩兑现进度。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6241.29	5680.32	6740.56	8044.20
营业成本	5054.45	4573.49	5367.41	6374.08
营业税金及附加	68.50	62.35	73.98	88.29
销售费用	105.39	95.92	113.82	135.83
管理费用	301.14	274.08	325.23	388.13
财务费用	33.99	-17.16	-18.86	-28.56
资产减值损失	-30.24	-224.40	-20.43	-23.45
投资收益	44.78	-20.58	10.34	13.45
公允价值变动损益	1.13	1.13	1.13	1.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	616.24	447.81	870.03	1077.56
其他非经营损益	0.29	-3.82	-1.88	-2.17
利润总额	616.53	443.99	868.14	1075.39
所得税	56.67	48.64	90.00	113.59
净利润	559.86	395.36	778.14	961.80
少数股东损益	123.28	109.39	225.69	221.83
归属母公司股东净利润	436.58	285.97	552.45	739.97

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	559.86	395.36	778.14	961.80
折旧与摊销	169.72	160.66	161.15	161.73
财务费用	33.99	-17.16	-18.86	-28.56
资产减值损失	-30.24	-224.40	-20.43	-23.45
经营营运资本变动	-19.09	256.65	123.27	174.03
其他	47.92	163.04	129.83	136.34
经营活动现金流净额	762.15	734.14	1153.10	1381.88
资本支出	12.74	0.00	0.00	0.00
其他	-712.15	245.38	-76.80	44.01
投资活动现金流净额	-699.40	245.38	-76.80	44.01
短期借款	-139.03	0.13	10.40	1.01
长期借款	-166.84	-54.00	-23.00	-43.00
股权融资	1225.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	-83.59	-82.95	-54.33	-104.97
其他	-1425.73	-34.25	18.86	28.56
筹资活动现金流净额	-589.74	-171.07	-48.08	-118.39
现金流量净额	-532.35	808.45	1028.22	1307.50

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3043.09	3851.54	4879.76	6187.26
应收和预付款项	2075.74	1984.52	2343.59	2781.09
存货	1222.15	1153.74	1380.59	1628.07
其他流动资产	3315.70	640.55	752.65	746.64
长期股权投资	311.86	311.86	311.86	311.86
投资性房地产	1100.79	1111.67	1108.04	1109.25
固定资产和在建工程	2174.91	2035.91	1896.43	1756.36
无形资产和开发支出	512.78	492.19	471.59	450.99
其他非流动资产	594.59	593.52	592.46	591.40
资产总计	14351.60	12175.51	13736.97	15562.92
短期借款	23.00	23.13	33.53	34.54
应付和预收款项	4705.81	4204.97	4983.21	5903.01
长期借款	293.23	239.23	216.23	173.23
其他负债	3195.93	1262.13	1334.14	1425.44
负债合计	8217.97	5729.46	6567.12	7536.23
股本	835.94	835.94	835.94	835.94
资本公积	1904.70	1904.70	1904.70	1904.70
留存收益	2812.56	3015.58	3513.70	4148.71
归属母公司股东权益	5608.48	5811.50	6309.62	6944.63
少数股东权益	525.15	634.54	860.23	1082.06
股东权益合计	6133.64	6446.04	7169.85	8026.69
负债和股东权益合计	14351.60	12175.51	13736.97	15562.92

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-3.03%	-8.99%	18.67%	19.34%
营业利润增长率	4.60%	-27.33%	94.28%	23.85%
净利润增长率	10.04%	-29.38%	96.82%	23.60%
EBITDA 增长率	7.84%	-27.88%	71.20%	19.60%
获利能力				
毛利率	19.02%	19.49%	20.37%	20.76%
三费率	7.06%	6.21%	6.23%	6.16%
净利率	8.97%	6.96%	11.54%	11.96%
ROE	9.13%	6.13%	10.85%	11.98%
ROA	3.90%	3.25%	5.66%	6.18%
ROIC	29.62%	22.97%	56.53%	81.38%
EBITDA/销售收入	13.14%	10.41%	15.02%	15.05%
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.43	0.52	0.55
固定资产周转率	2.87	2.75	3.49	4.45
应收账款周转率	3.02	3.13	3.46	3.48
存货周转率	3.50	3.67	4.05	4.08
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.08%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	57.26%	47.06%	47.81%	48.42%
带息债务/总负债	3.85%	4.58%	3.80%	2.76%
流动比率	1.36	1.64	1.70	1.74
速动比率	1.19	1.39	1.45	1.49
股利支付率	19.15%	29.01%	9.83%	14.19%
每股指标				
每股收益	0.52	0.34	0.66	0.89
每股净资产	7.34	7.71	8.58	9.60
每股经营现金	0.91	0.88	1.38	1.65
每股股利	0.10	0.10	0.06	0.13

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	819.94	591.31	1012.31	1210.72
PE	26.48	40.43	20.93	15.62
PB	1.88	1.79	1.61	1.44
PS	1.85	2.04	1.72	1.44
EV/EBITDA	5.10	5.94	2.36	0.88
股息率	0.72%	0.72%	0.47%	0.91%

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。

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。

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	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn