

九丰能源（605090.SH）

扣非业绩稳健，氦气产能增至 150 万方/年

优于大市

核心观点

本期无非经常性资产处置收益导致业绩同比下降，扣非业绩稳健增长。公司 2025H1 实现营业收入 104.28 亿元，同比下降 7.45%，主要系 LNG 现货销售量同比减少所致；二季度营业收入 49.44 亿元，同比增长 0.2%，增速较一季度扭负为正。上半年实现归母净利润 8.61 亿元，同比下降 22.17%，主要系上年同期优化船舶资产，实现非经常性资产处置收益 3.36 亿元，本期无此项收益所致；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 2.92%，第二季度扣非归母净利润 3.43 亿元，同比增长 5.11%，增速较一季度有所提高。

清洁能源顺价能力稳健，LPG 将形成三码头协同。公司清洁能源主业持续构建“海气+陆气”双资源池，形成一体化顺价模式保障了 LNG 和 LPG 单吨毛利整体稳定。公司在东莞拥有一座接收站，LNG/LPG 年周转能力 150 万吨，收购位于广州的华凯石油燃气 100%股权，惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目预计年内投产。

氦气产能提至 150 万方/年，特气业务持续锚定航空航天。公司完成四川泸州 100 万方/年精氦项目的建设，公司氦气产能规模提升至 150 万方/年。海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）投产，已完成三次火箭发射配套特燃特气资源供应，并推动二期项目建设相关准备工作。此外，报告期内公司签订多项航空航天特气合作协议。

落实分红规划，中期分红 0.4079 元/股。公司《未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》提出，在已满足公司发展和正常资本开支需求情况下，设定 2024-2026 年现金分红金额分别为 7.5/8.5/10 亿元，并叠加附条件特别现金分红。公司决定 2025 年半年度派发现金红利 0.4079 元/股（含税），占年度固定分红金额的 31.29%。按照年度派息 8.5 亿元和 2025 年 8 月 19 日公司收盘价 28.91 元计算，公司 2025 年股息率为 4.4%。

风险提示：气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 17.3/20.1/22.4 亿元（2025/2026 年原为 17.9/20.1 亿元），同比增速 2.6%/16.2%/11.3%，对应当前股价 PE 为 11.1/9.6/8.6X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,566	22,047	24,565	27,929	29,909
(+/-%)	10.9%	-17.0%	11.4%	13.7%	7.1%
归母净利润(百万元)	1306	1684	1730	2014	2240
(+/-%)	19.8%	28.9%	2.7%	16.4%	11.3%
每股收益(元)	2.08	2.53	2.60	3.02	3.36
EBIT Margin	6.1%	7.1%	8.5%	8.6%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	16.8%	18.2%	17.1%	18.1%	18.3%
市盈率 (PE)	13.9	11.4	11.1	9.6	8.6
EV/EBITDA	12.6	12.7	10.0	9.2	8.4
市净率 (PB)	2.34	2.08	1.90	1.73	1.57

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

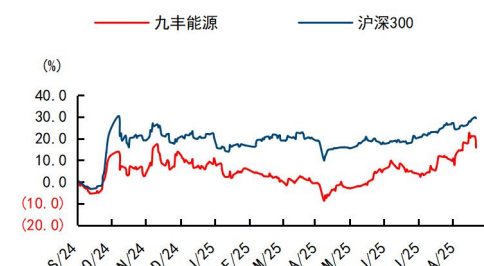
公用事业·燃气 II

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
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	28.91 元
总市值/流通市值	19251/19205 百万元
52 周最高价/最低价	31.88/22.90 元
近 3 个月日均成交额	154.87 百万元

市场走势



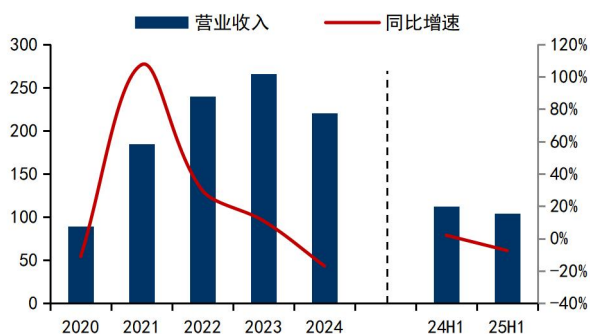
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《九丰能源（605090.SH）-剔除汇兑损益后前三季度扣非归母净利润 12.3 亿元（+8.9%），实控人承诺 12 个月内不减持》——2024-10-26
- 《九丰能源（605090.SH）-上半年实现归母净利润 11.1 亿元（+55.2%），半年度每股分红 0.4 元》——2024-08-19
- 《九丰能源（605090.SH）-固定分红叠加股权激励彰显发展信心，航天特气踏上成长轨道》——2024-06-16
- 《九丰能源（605090.SH）-“一主两翼”格局成型，特气业务锚定商业航天》——2024-04-21
- 《九丰能源（605090.SH）-三大业务发展良好，拟回购彰显发展信心》——2023-10-24

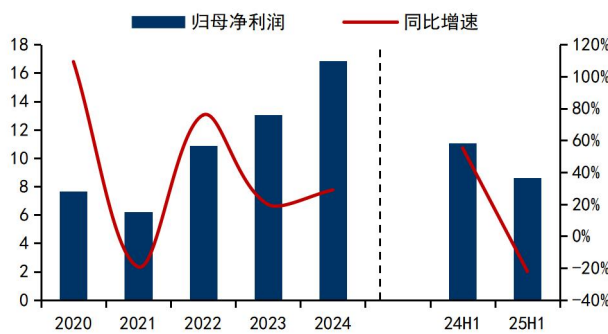
本期无非经常性资产处置收益导致业绩同比下降，扣非业绩稳健增长。2025 年上半年公司实现营业收入 104.28 亿元，同比下降 7.45%，主要系 LNG 现货销售量同比减少所致；二季度营业收入 49.44 亿元，同比增长 0.2%，增速较一季度扭负为正。公司上半年实现归母净利润 8.61 亿元，同比下降 22.17%，主要系上年同期优化船舶资产，实现非经常性资产处置收益 3.36 亿元，本期无此项收益所致；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 2.92%，第二季度扣非归母净利润 3.43 亿元，同比增长 5.11%，增速较一季度有所提高。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



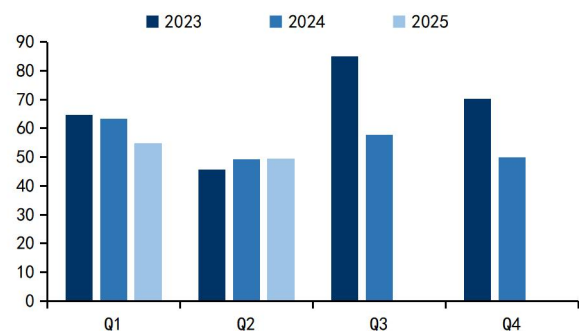
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



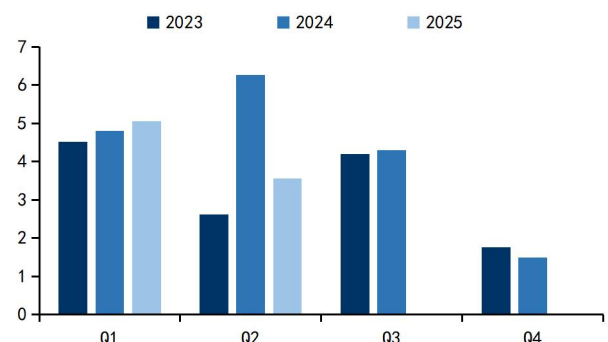
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



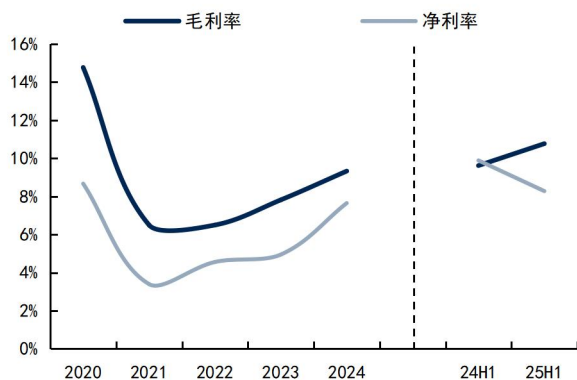
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和费用率有所提高，净利率因无上期资产处置收益同比下降。公司“一主两翼”业务发展稳健，盈利能力保持基本稳定，海气+陆气形成的一体化顺价模式保障了清洁能源主业在 2025 年上半年我国天然气市场整体供需趋于宽松的形势下实现稳健业绩。2025H1 公司毛利率为 10.77%，同比提高 1.15pct；净利率为 8.28%，同比降低 1.61pct，主要系本期无上期资产处置收益，净利润同比减少所致。公司销售费用率为 1.11%，同比提高 0.09pct；管理费用率 1.15%，同比下降 0.05pct；财务费用率 0.27%，同比提高 0.34pct，主要系报告期内美元对人民币汇率下降，对公司以美元计价的净敞口带来汇兑损失所致；研发费用率 0.06%，同比提高 0.02pct。公司费用率合计 2.59%，同比提高 2.19pct。

净利率下降致 ROE 同比降低，经营性现金流因跨期应付账款和跨期收款有所下降。受净利率下降的影响，2025 年上半年公司 ROE 为 8.87%，同比 4.36pct。公司经营净现金净流入 7.26 亿元，同比减少 40.49%，主要系公司上年同期存在销售结

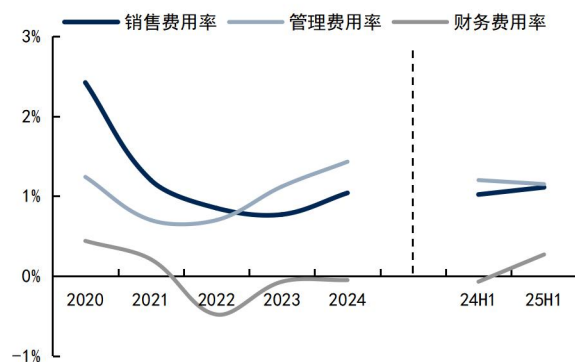
算跨期及本期末存在未收回大额销售款项所致，相关款项已于7月收回；投资性现金净流出15.96亿元，同比增加110.55%，主要系支付工程款、并购对价款、合联营企业增资款及理财产品净申购综合影响所致；融资性现金净流出2.98亿元，同比减少21.78%，主要系实施现金分红、回购股份及偿还售后回租款综合影响所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



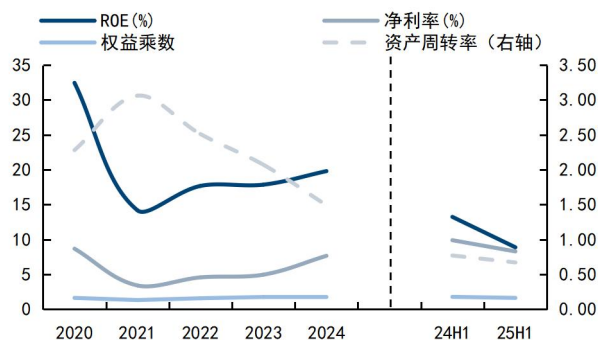
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



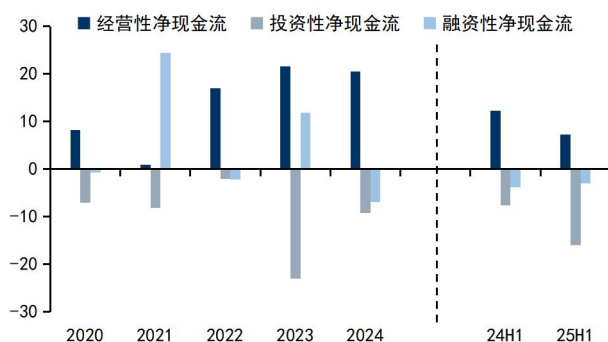
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

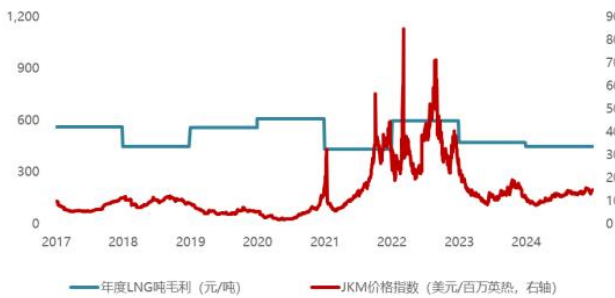
图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

清洁能源顺价能力稳健，LPG将形成三码头协同。公司清洁能源主业持续构建“海气+陆气”双资源池，形成一体化顺价模式保障了LNG和LPG单吨毛利整体稳定。目前，公司LNG海气资源包括马来西亚本土气和国际现货，陆气资源自主控制的LNG产能达70万吨，并灵活采购气源补充。公司在东莞拥有一座接收站，LNG/LPG年周转能力150万吨，2025年5月收购位于广州的华凯石油燃气100%股权并完成资产交割，建立LPG双库动态运营体系，此外公司惠州液化烃码头项目（5万吨级）及配套LPG仓储基地项目预计年内投产。

图9：公司 LNG 吨毛利与 JKM 价格指数变化情况



资料来源：公司公告、Platts S&P Global Commodity Insights，国信证券经济研究所整理 注：剔除了2021年现货规模扩大的影响

图10：公司 LPG 吨毛利与 CP 价格指数变化情况



资料来源：公司公告、Curveseries，国信证券经济研究所整理

氮气产能提至 150 万方/年，特气业务持续锚定航空航天。公司完成四川泸州 100 万方/年精氮项目的建设，公司氮气产能规模提升至 150 万方/年。海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）投产，已完成三次火箭发射配套特燃特气资源供应，并推动二期项目建设相关准备工作。此外，公司与上海航天设备制造总厂有限公司签订海阳发射基地合作框架协议、与中国长征火箭有限公司签订液氮、氮气采购框架协议合同、与成都国光电气股份有限公司签订氙气供应合同，中标上海空间推进研究所三年期氦气、氮气供应项目等。

落实分红规划，中期分红 0.4079 元/股。公司《未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》提出，在已满足公司发展和正常资本开支需求情况下，设定 2024-2026 年现金分红金额分别为 7.5/8.5/10 亿元，并叠加附条件特别现金分红。公司决定 2025 年半年度派发现金红利 0.4079 元/股（含税），占年度固定分红金额的 31.29%。按照年度派息 8.5 亿元和 2025 年 8 月 19 日公司收盘价 28.91 元计算，公司 2025 年股息率为 4.4%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 17.3/20.1/22.4 亿元（2025/2026 年原为 17.9/20.1 亿元），同比增速 2.6%/16.2%/11.3%，对应当前股价 PE 为 11.1/9.6/8.6X，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 (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
600803.SH	新奥股份	18.70	579	1.45	1.74	1.99	2.20	14.9	10.7	9.4	8.5	19.15%	0.63	优于大市
600583.SH	海油工程	5.57	246	0.49	0.54	0.60	0.66	11.2	10.3	9.2	8.4	8.23%	0.93	无
688106.SH	金宏气体	18.95	91	0.42	0.59	0.78	0.93	40.7	31.9	24.4	20.4	6.57%	0.88	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：海油工程、金宏气体为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5463	5862	5319	5548	5576	营业收入	26566	22047	24565	27929	29909
应收款项	559	505	481	547	585	营业成本	24489	19990	22052	25020	26652
存货净额	975	930	1022	1158	1231	营业税金及附加	30	33	28	32	34
其他流动资产	480	440	490	557	597	销售费用	204	229	218	248	266
流动资产合计	8032	7760	7348	7867	8081	管理费用	324	354	289	332	359
固定资产	4311	4697	6614	8695	10225	财务费用	(17)	(11)	7	61	107
无形资产及其他	298	360	429	498	570	投资收益	(23)	46	46	46	46
投资性房地产	1148	1669	1669	1669	1669	资产减值及公允价值变动	(111)	(67)	(151)	(187)	(187)
长期股权投资	621	668	824	980	1136	其他收入	87	455	98	191	196
资产总计	14409	15154	16884	19710	21681	营业利润	1488	1886	1963	2286	2545
短期借款及交易性金融负债	1085	1289	1420	2292	2663	营业外净收支	(1)	0	8	8	8
应付款项	849	840	924	1047	1113	利润总额	1487	1886	1971	2295	2553
其他流动负债	1119	789	863	978	1040	所得税费用	172	199	237	276	307
流动负债合计	3054	2919	3206	4317	4815	少数股东损益	9	4	4	5	5
长期借款及应付债券	2817	2400	2960	3660	4010	归属于母公司净利润	1306	1684	1730	2014	2240
其他长期负债	384	221	221	221	221						
长期负债合计	3201	2621	3181	3881	4231	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6255	5540	6387	8198	9046	净利润	1306	1684	1730	2014	2240
少数股东权益	379	357	359	362	364	资产减值准备	51	(44)	84	35	1
股东权益	7775	9257	10137	11151	12271	折旧摊销	329	390	487	581	676
负债和股东权益总计	14409	15154	16884	19710	21681	公允价值变动损失	51	(44)	84	35	1
						财务费用	(17)	(11)	7	61	107
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	111	(200)	39	(31)	(23)
每股收益	2.08	2.53	2.60	3.02	3.36	其它	310	261	(121)	(17)	64
每股红利	0.70	1.13	1.28	1.50	1.68	经营活动现金流	2158	2047	2304	2617	2958
每股净资产	12.36	13.90	15.22	16.75	18.43	资本开支	(1186)	(2756)	(2557)	(2767)	(2277)
ROIC	13.88%	11.27%	13%	13%	13%	其它投资现金流	(485)	533	(13)	(21)	(34)
ROE	16.80%	18.19%	17.07%	18.06%	18.26%	投资活动现金流	(2298)	(917)	(2726)	(2944)	(2468)
毛利率	8%	9%	10%	10%	11%	权益性融资	10	33	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	8%	9%	9%	负债净变化	570	(155)	560	700	350
EBITDA Margin	7%	9%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(440)	(750)	(850)	(1000)	(1120)
收入增长	11%	-17%	11%	14%	7%	其它融资现金流	(42)	545	131	872	370
净利润增长率	20%	29%	3%	16%	11%	融资活动现金流	1186	(695)	(121)	556	(462)
资产负债率	46%	39%	40%	43%	43%	现金净变动	830	400	(543)	229	28
股息率	2.3%	3.9%	4.4%	5.2%	5.8%	货币资金的期初余额	4633	5463	5862	5319	5548
P/E	13.9	11.4	11.1	9.6	8.6	货币资金的期末余额	5463	5862	5319	5548	5576
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	企业自由现金流	0	(1172)	(202)	(104)	757
EV/EBITDA	12.6	12.7	10.0	9.2	8.4	权益自由现金流	0	(781)	482	1415	1383

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