

公用事业

2025 年 09 月 01 日

深圳燃气 (601139)

——智慧服务业务短期拖累 销气及气电业务成长可期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营业收入 154.32 亿元，同比增加 11.99%，实现归母净利润 6.38 亿元，同比减少 13.61%，略低于我们的预期，主要系智慧服务板块利润降幅较高所致。
- **城燃电厂气量全面增长，城燃主业毛利快速提升。**1H25 公司管道天然气销售量 26.30 亿立方米，同比增长 5.71%。按用户类型分，大湾区城市燃气销量 7.63 亿 m³，同比增长 4.66%；其他地区城市燃气销售量 11.19 亿 m³，同比增长 2.57%；电厂销售量 7.48 亿 m³，同比增长 11.98%。2024 年 3 月，深圳市居民气价格调涨 0.31 元/m³，工商用气基准售价同样提升 0.31 元/m³，在同期低基数效应下，深圳地区毛差延续修复趋势。量利齐升背景下，1H25 公司管道燃气实现毛利 12.62 亿元，同比提升 26.82%。
- **气电业务高速增长，容量电价提升打开盈利天花板。**自 2024 年子公司深燃热电首台 9F 机组投入商业运行以来，目前深燃热电在运热电联产机组已达 1.3GW（9E 级别 360MW，9F 级别 940MW）。公司天然气发电业务利润规模迅速增长，1H25 公司发电业务毛利 1.39 亿元，同比增长 98.35%。7 月广东出台《关于调整我省煤电气电容量电价的通知》，明确 8 月 1 日起提升气电机组容量电价，其中 9E 及以上的其他常规机组容量电价调整为每年每千瓦 264 元，同比提升 164 元。气电容量电价提升将大幅提升公司气电业务盈利，进一步增厚公司业绩。
- **天然气批发放量显著，燃气批发利润快速提升。**公司目前已经实现天然气全产业链贯通，兼具 LNG 长协、船舶及接收站资产，已与中石油、大鹏一期、BP 等资源供应方签署长期合同。在 LNG 价格中枢回落的背景下，公司积极拓展天然气销售渠道。1H25 公司天然气批发气量 7.58 亿方，同比增加 206%；公司天然气批发业务毛利同比高增 281%至 3.00 亿元，有效弥补石油气批发业绩下滑影响。目前公司深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程项目处于在建状态，项目投产后公司天然气接收和储备能力将进一步提升。
- **上半年光伏胶膜业务净利润实现扭亏，智慧服务业务短期出现较大下滑。**1H25 子公司斯威克出货量同比增长 41%。目前光伏胶膜景气度仍然偏低，1H25 公司光伏胶膜业务毛利 0.62 亿元，同比下降 62%，但环比 2H24 净利润实现扭亏。受深圳地区“瓶改管”项目收尾导致燃气设备销售减少等影响，1H25 公司智慧服务收入 3.19 亿元，同比下降 68.76%，毛利 1.77 亿元，同比下降 68.96%。我们判断“瓶改管”高基数影响基本消除，智慧服务业务压力已经释放，长期对公司业绩影响较为有限。
- **盈利预测与估值：**参考 1H25 公司经营情况，我们下调公司智慧服务业务并提升气电业务的盈利预测。综合影响下，我们略微下调 2025-2027 年归母净利润的预测分别为 15.65、18.57、20.45 亿元（前值为 16.37、19.21、21.74 亿元），当前股价对应 PE 分别为 12、10 和 9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**进气成本上升，光伏胶膜价格波动风险，天然气销量不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	28,348	15,432	34,106	36,749	38,730
同比增长率 (%)	-8.3	12.0	20.3	7.7	5.4
归母净利润 (百万元)	1,457	638	1,565	1,857	2,045
同比增长率 (%)	1.2	-13.6	7.4	18.7	10.2
每股收益 (元/股)	0.51	0.22	0.54	0.65	0.71
毛利率 (%)	17.2	13.9	14.8	14.9	15.3
ROE (%)	9.4	4.1	9.5	10.5	10.7
市盈率	13		12	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	6.65
一年内最高/最低 (元)	8.30/6.15
市净率	1.2
股息率% (分红/股价)	2.41
流通 A 股市值 (百万元)	19,130
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.39
资产负债率%	60.28
总股本/流通 A 股 (百万)	2,877/2,877
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,929	28,348	34,106	36,749	38,730
其中：营业收入	30,929	28,348	34,106	36,749	38,730
减：营业成本	26,136	23,481	29,056	31,267	32,823
减：税金及附加	101	99	92	99	105
主营业务利润	4,692	4,768	4,958	5,383	5,802
减：销售费用	1,637	1,597	1,705	1,764	1,820
减：管理费用	391	373	512	478	503
减：研发费用	732	719	750	772	813
减：财务费用	347	299	280	275	291
经营性利润	1,585	1,780	1,711	2,094	2,375
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-13	-39	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-54	-173	-150	-150	-150
加：投资收益及其他	373	265	380	394	385
营业利润	1,891	1,820	1,940	2,338	2,609
加：营业外净收入	-9	12	0	0	0
利润总额	1,883	1,832	1,940	2,338	2,609
减：所得税	240	294	293	362	410
净利润	1,642	1,538	1,647	1,975	2,199
少数股东损益	202	81	82	119	154
归属于母公司所有者的净利润	1,440	1,457	1,565	1,857	2,045

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。