

2025 年 09 月 05 日

投资评级： 买入（维持）

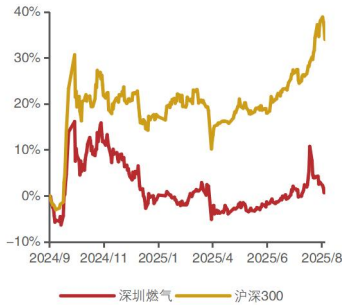
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com
秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 04 日
收盘价（元）	6.53
一年内最高/最低（元）	8.30/6.15
总市值（百万元）	18,785.12
流通市值（百万元）	18,785.12
总股本（百万股）	2,876.74
资产负债率（%）	60.28
每股净资产（元/股）	5.39

资料来源：聚源数据

深圳燃气 (601139. SH)

——城燃相关主业稳增 接驳及智慧服务致业绩短期承压

投资要点：

- **事件：**公司发布半年报，2025H1 实现营收 154.32 亿元，同比增长 11.99%，归母净利润 6.38 亿元，同比减少 13.61%，扣非归母净利润 6.17 亿元，同比减少 12.27%；2025Q2 实现营收 79.19 亿元，同比增长 14.47%，归母净利润 4.05 亿元，同比减少 12.50%，扣非归母净利润 3.88 亿元，同比减少 10.57%。城市燃气、燃气资源、综合能源、智慧服务分部分别实现净利润 2.77/2.47/0.46/1.31 亿元，同比分别 -6.94%/+42.9%/+58.74%/-59.30%。公司上半年业绩下滑主因智慧服务分部利润下滑。
- **城市燃气：电厂气量高增带动下，管道燃气毛利稳增；燃气工程及其他业务致板块业绩短期承压。1）管道燃气：**2025H1 公司管道燃气业务实现营收 82.22 亿元，同比增长 2.58%；毛利 12.62 亿元，同比增长 26.82%。主因：2025H1 公司管道天然气销售量 26.30 亿立方米，同比增长 5.71%，其中大湾区城燃/其他地区城燃/电厂销售量同比分别+4.66%/+2.57%/+11.98%；以及我们认为 2024 年 3 月深圳完成城燃顺价、居民和工商业普涨 0.31 元/立方米，对业绩亦有重要贡献。**2）燃气工程及其他业务：**是指为居民及工商业用户提供燃气设施、设备、安装天然气管道等服务，我们认为主因房地产市场投资放缓相关因素影响致业绩承压，2025H1 公司燃气工程及其他业务实现营收 7.74 亿元，同比减少 11.90%，实现毛利 2.09 亿元，同比下滑 48.84%。综合影响下 2025H1 公司城市燃气分部毛利 14.72 亿元，同比增长 4.80%。
- **燃气资源：丰富资源供应渠道，批发气量同比高增；已成为公司第二大业务支柱。**公司燃气资源业务主要由全资子公司华安公司经营，2025H1 华安公司实现净利润 2.33 亿元，同比增长 2.24 亿元。公司不断丰富资源供应渠道，形成国内国际资源相结合、年度合同和中长期协议互补的资源池，2025H1 天然气批发量 7.58 亿立方米，同比增长 305.65%，其中 2025Q2 天然气批发量 3.76 亿立方米，同比增长 335.71%，带动 2025H1 天然气批发业务毛利增长 280.54%。此外，公司投资的深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程项目于 2022 年 12 月开工，拟新建 2 座 16 万立方米 LNG 储罐和 1 座 0.8–21.7 万立方米 LNG 船泊位，项目投产后公司天然气接收和储备能力将进一步提升。
- **综合能源：燃气电站投产带动板块业绩明显增长，期待光伏胶膜盈利能力企稳，积极布局 SOFC 等综合供能项目。1)燃气电厂：**公司顺利投产深燃热电第二套 9F 机组，气电装机规模达 1300MW，2025H1 深燃热电公司发电量 9.31 亿千瓦时，同比增长 113.54%；供热量 4.25 万吨，同比增长 8.63%，带动公司发电业务营收和毛利分别达到 7.59 亿元/1.39 亿元，同比分别增长 75.80%/ 98.34%。**2 光伏胶膜：**2025H1 斯威克公司光伏胶膜出货量同比增长 41%，但由于价格竞争激烈，光伏胶膜业务实现营收 19.38 亿元，同比增长 2.25%，毛利 0.62 亿元，同比下滑 1.02 亿元或下滑 62.34%，毛利率同比下降 5.48pct 至 3.19%。**3）其他：**公司建设深圳光明人民医院 300 千瓦 SOFC 燃气发电项目，为全国首个 300 千瓦 SOFC 商业化推广示范项目，也是国家能源局“能源领域重大装备首台套”产品的推广应用。
- **智慧服务：**由于深圳“瓶改管”工程收官，燃气设备销售减少，2025H1 智慧服务分部实现营收 3.19 亿元，同比减少 68.76%，毛利 1.77 亿元，同比下滑 3.93 亿元或下滑 68.96%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 15.38/17.64/20.68 亿元，同比增速分别为 5.53%/14.73%/17.21%，当前股价对应的 PE 分别为 12/11/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**天然气消费量增长不及预期、天然气价格波动、光伏胶膜价格竞争加剧。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	30,929	28,348	31,337	32,023	32,809
同比增长率（%）	2.88%	-8.34%	10.54%	2.19%	2.46%
归母净利润（百万元）	1,440	1,457	1,538	1,764	2,068
同比增长率（%）	17.80%	1.19%	5.53%	14.73%	17.21%
每股收益（元/股）	0.50	0.51	0.53	0.61	0.72
ROE（%）	9.90%	9.36%	9.26%	9.92%	10.80%
市盈率（P/E）	13.05	12.89	12.22	10.65	9.09

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,712	7,462	7,527	7,902
应收票据及账款	4,552	4,500	4,598	4,711
预付账款	964	891	911	933
其他应收款	165	147	151	154
存货	1,101	1,852	1,876	1,899
其他流动资产	614	502	513	526
流动资产总计	13,108	15,354	15,575	16,125
长期股权投资	339	316	294	272
固定资产	18,332	21,124	24,902	25,958
在建工程	5,042	3,796	1,150	1,150
无形资产	2,104	1,998	1,972	2,020
长期待摊费用	1,013	1,011	975	906
其他非流动资产	5,283	5,665	5,935	6,115
非流动资产合计	32,113	33,910	35,228	36,421
资产总计	45,221	49,264	50,804	52,546
短期借款	5,056	5,056	5,056	5,056
应付票据及账款	4,449	4,856	4,919	4,980
其他流动负债	10,304	12,809	13,006	13,208
流动负债合计	19,808	22,721	22,981	23,244
长期借款	6,136	6,136	6,136	6,136
其他非流动负债	912	912	912	912
非流动负债合计	7,048	7,048	7,048	7,048
负债合计	26,856	29,769	30,028	30,292
股本	2,877	2,877	2,877	2,877
资本公积	1,956	1,956	1,956	1,956
留存收益	10,728	11,774	12,956	14,320
归属母公司权益	15,560	16,606	17,788	19,153
少数股东权益	2,805	2,890	2,987	3,102
股东权益合计	18,365	19,496	20,775	22,254
负债和股东权益合计	45,221	49,264	50,804	52,546

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,538	1,390	1,629	1,949
折旧与摊销	1,272	1,402	1,610	1,735
财务费用	299	247	237	237
投资损失	-145	-145	-145	-145
营运资金变动	431	2,417	104	89
其他经营现金流	303	256	277	277
经营性现金净流量	3,697	5,567	3,712	4,142
投资性现金净流量	-3,107	-3,078	-2,828	-2,828
筹资性现金净流量	-710	-739	-819	-940
现金流量净额	-113	1,750	65	375

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,348	31,337	32,023	32,809
营业成本	23,481	26,489	26,835	27,167
税金及附加	99	102	105	107
销售费用	1,597	1,672	1,709	1,751
管理费用	373	378	386	395
研发费用	719	724	740	758
财务费用	299	247	237	237
资产减值损失	-173	-63	-64	-66
信用减值损失	-39	-6	-6	-7
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	145	145	145	145
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-13	0	0	0
其他收益	120	120	120	120
营业利润	1,820	1,921	2,206	2,587
营业外收入	29	29	29	29
营业外支出	17	17	17	17
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,832	1,933	2,218	2,600
所得税	294	311	356	418
净利润	1,538	1,623	1,862	2,182
少数股东损益	81	85	98	114
归属母公司股东净利润	1,457	1,538	1,764	2,068
EPS(元)	0.51	0.53	0.61	0.72

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-8.34%	10.54%	2.19%	2.46%
营业利润增长率	-3.78%	5.57%	14.82%	17.30%
归母净利润增长率	1.19%	5.53%	14.73%	17.21%
经营现金流增长率	45.41%	50.56%	-33.32%	11.58%
盈利能力				
毛利率	17.17%	15.47%	16.20%	17.20%
净利率	5.42%	5.18%	5.81%	6.65%
ROE	9.36%	9.26%	9.92%	10.80%
ROA	3.22%	3.12%	3.47%	3.93%
	8.45%	7.25%	8.27%	9.09%
估值倍数				
P/E	12.89	12.22	10.65	9.09
P/S	0.66	0.60	0.59	0.57
P/B	1.22	1.15	1.07	0.99
股息率	2.45%	2.62%	3.10%	3.74%
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。