

## 深圳燃气（601139）

证券研究报告

2025 年 09 月 08 日

## 城市燃气业务充当利润压舱石，智慧服务业务短期承压

## 事件

公司公布 2025 年半年报。公司 2025 年上半年实现营业收入 154.3 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润 6.38 亿元，同比减少 13.6%；其中 Q2 实现营业收入 79.19 亿元，同比增长 14%；实现归母净利润 4.05 亿元，同比减少 12%。

## 城市燃气业务发挥利润“压舱石”作用

2025 年上半年，国际天然气价格阶段性处于高位，同时国内总需求不足，叠加供暖季气温偏暖、房地产市场疲软、美国关税政策等多重因素影响，城市燃气需求支撑力度不足，工商业用气增长乏力，上半年国内天然气市场整体呈现偏弱运行趋势。2025 年上半年，全国天然气表观消费量 2119.7 亿立方米，同比下降 0.9%。

上半年公司管道天然气销售量 26.30 亿立方米，较上年同期 24.88 亿立方米增长 5.71%。管道天然气按用户类型分，大湾区城市燃气销售量 7.63 亿立方米，较上年同期 7.29 亿立方米增长 4.66%；其他地区城市燃气销售量 11.19 亿立方米，较上年同期 10.91 亿立方米增长 2.57%；电厂销售量 7.48 亿立方米，较上年同期 6.68 亿立方米增长 11.98%。此外，公司持续加强价格管理工作，全力稳住管道天然气价差，上半年综合购销价差保持稳定。

## 综合能源业务收入稳步增长

在燃气发电方面，公司顺利投产深燃热电第二套 9F 机组，气电装机规模达 1300 兆瓦。成功拓展 2 个大湾区电厂用户，持续加大气电一体化布局；在光伏胶膜方面，斯威克公司出货量同比增长 41%，全系列产品已经给客户的 Topcon、HJT 及 BC 组件大批量供货，部分新产品市场领先；在综合能源运营方面，公司坚持市场导向，开拓深燃机国内国际市场，累计签约项目 13 个，合同总金额超 4000 万元。公司综合能源板块收入 26.97 亿元，同比增加 15.89%，其中斯威克公司销售收入 19.38 亿元，同比增加 2.25%。

## 智慧服务业务短期内承压

2025 年上半年因为深圳地区“瓶改管”工程收官，公司燃气设备销售减少，智慧服务板块收入 3.19 亿元，同比减少 68.76%。

## 盈利预测与估值：

智慧服务业务由于“瓶改管”收官短期承压，调整盈利预期，预计公司 2025-2027 年有望实现归母净利润 14.9/16.2/18.2 亿元（25/26 年前值 19.2/21.6 亿），对应 PE 分别为 12.7/11.6/10.4x，维持“买入”评级。

**风险提示：**国际气价超预期波动、国内顺价政策进度不及预期、下游需求恢复不及预期、光伏胶膜需求不及预期以及销售价格波动等风险

| 财务数据和估值       | 2023      | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 30,928.62 | 28,348.12 | 30,565.36 | 31,585.49 | 32,486.08 |
| 增长率(%)        | 2.88      | (8.34)    | 7.82      | 3.34      | 2.85      |
| EBITDA(百万元)   | 4,286.78  | 4,201.21  | 3,511.98  | 3,674.52  | 3,939.50  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,439.94  | 1,457.07  | 1,485.12  | 1,618.41  | 1,817.27  |
| 增长率(%)        | 17.80     | 1.19      | 1.92      | 8.98      | 12.29     |
| EPS(元/股)      | 0.50      | 0.51      | 0.52      | 0.56      | 0.63      |
| 市盈率(P/E)      | 13.09     | 12.93     | 12.69     | 11.64     | 10.37     |
| 市净率(P/B)      | 1.32      | 1.23      | 1.14      | 1.07      | 1.00      |
| 市销率(P/S)      | 0.61      | 0.66      | 0.62      | 0.60      | 0.58      |
| EV/EBITDA     | 5.01      | 6.07      | 6.62      | 6.01      | 5.10      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|        |            |
|--------|------------|
| 行业     | 公用事业/燃气 II |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）   |
| 当前价格   | 6.55 元     |
| 目标价格   | 元          |

## 基本数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股)   | 2,876.74  |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,876.74  |
| A 股总市值(百万元)   | 18,842.65 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 18,842.65 |
| 每股净资产(元)      | 5.39      |
| 资产负债率(%)      | 60.28     |
| 一年内最高/最低(元)   | 8.30/6.15 |

## 作者

|                           |                    |
|---------------------------|--------------------|
| 郭丽丽                       | 分析师                |
| SAC 执业证书编号：S1110520030001 | guolili@tfzq.com   |
| 张樨樨                       | 分析师                |
| SAC 执业证书编号：S1110517120003 | zhangxixi@tfzq.com |
| 赵阳                        | 分析师                |
| SAC 执业证书编号：S1110524070005 | zhaoyanga@tfzq.com |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 1 《深圳燃气-年报点评报告:售气量增速亮眼，顺价推进助力业绩稳健增长》 2024-04-22
- 2 《深圳燃气-半年报点评:售气量稳步回升，综合能源业务拓展加速》 2023-08-29
- 3 《深圳燃气-年报点评报告:气价上涨城燃持续承压，并购斯威克加速综合能源发展》 2022-05-04

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023             | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 5,836.44         | 5,711.53         | 5,110.52         | 6,496.00         | 8,741.34         |
| 应收票据及应收账款        | 3,600.59         | 4,406.96         | 3,217.61         | 4,830.56         | 3,688.69         |
| 预付账款             | 895.78           | 964.09           | 1,160.08         | 1,028.19         | 1,205.42         |
| 存货               | 1,948.10         | 1,101.02         | 2,584.27         | 1,228.81         | 2,520.43         |
| 其他               | 1,271.77         | 924.66           | 978.14           | 1,077.82         | 955.10           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13,552.69</b> | <b>13,108.25</b> | <b>13,050.62</b> | <b>14,661.37</b> | <b>17,110.98</b> |
| 长期股权投资           | 372.88           | 338.50           | 338.50           | 338.50           | 338.50           |
| 固定资产             | 16,702.47        | 18,208.63        | 18,235.83        | 18,023.03        | 17,485.23        |
| 在建工程             | 4,757.74         | 5,042.35         | 5,342.35         | 5,642.35         | 5,942.35         |
| 无形资产             | 2,460.25         | 2,103.51         | 1,917.96         | 1,732.41         | 1,546.85         |
| 其他               | 6,423.86         | 6,419.59         | 6,637.29         | 6,465.07         | 6,280.79         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>30,717.21</b> | <b>32,112.59</b> | <b>32,471.93</b> | <b>32,201.36</b> | <b>31,593.73</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>44,269.90</b> | <b>45,220.84</b> | <b>45,522.56</b> | <b>46,862.74</b> | <b>48,704.70</b> |
| 短期借款             | 2,951.92         | 5,055.71         | 4,000.00         | 4,000.00         | 4,000.00         |
| 应付票据及应付账款        | 4,662.41         | 4,448.73         | 4,752.11         | 4,929.88         | 5,055.97         |
| 其他               | 13,806.62        | 10,303.58        | 10,676.04        | 10,594.16        | 10,995.62        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>21,420.96</b> | <b>19,808.02</b> | <b>19,428.14</b> | <b>19,524.04</b> | <b>20,051.59</b> |
| 长期借款             | 1,846.15         | 2,156.40         | 2,000.00         | 2,000.00         | 2,000.00         |
| 应付债券             | 2,791.38         | 3,875.15         | 3,800.00         | 3,800.00         | 3,800.00         |
| 其他               | 939.43           | 1,016.28         | 974.18           | 976.63           | 989.03           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>5,576.96</b>  | <b>7,047.83</b>  | <b>6,774.18</b>  | <b>6,776.63</b>  | <b>6,789.03</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>26,997.92</b> | <b>26,855.85</b> | <b>26,202.32</b> | <b>26,300.67</b> | <b>26,840.62</b> |
| 少数股东权益           | 2,724.60         | 2,804.59         | 2,860.79         | 2,922.04         | 2,990.81         |
| 股本               | 2,876.73         | 2,876.74         | 2,876.74         | 2,876.74         | 2,876.74         |
| 资本公积             | 1,934.13         | 1,955.69         | 1,955.69         | 1,955.69         | 1,955.69         |
| 留存收益             | 8,370.37         | 9,348.19         | 10,364.17        | 11,471.34        | 12,714.54        |
| 其他               | 1,366.14         | 1,379.78         | 1,262.84         | 1,336.25         | 1,326.29         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>17,271.98</b> | <b>18,364.99</b> | <b>19,320.24</b> | <b>20,562.07</b> | <b>21,864.08</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>44,269.90</b> | <b>45,220.84</b> | <b>45,522.56</b> | <b>46,862.74</b> | <b>48,704.70</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2023              | 2024              | 2025E             | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 1,642.21          | 1,537.68          | 1,485.12          | 1,618.41        | 1,817.27        |
| 折旧摊销           | 1,447.91          | 1,233.57          | 1,158.35          | 1,198.35        | 1,223.35        |
| 财务费用           | 382.55            | 294.51            | 292.83            | 254.89          | 238.54          |
| 投资损失           | (212.31)          | (148.74)          | (193.89)          | (183.66)        | (174.11)        |
| 营运资金变动         | 2,062.60          | (2,073.02)        | (207.53)          | 52.97           | 516.14          |
| 其它             | (2,780.29)        | 2,853.38          | 82.16             | 89.53           | 100.53          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,542.67</b>   | <b>3,697.38</b>   | <b>2,617.03</b>   | <b>3,030.50</b> | <b>3,721.71</b> |
| 资本支出           | 4,574.47          | 2,329.90          | 1,342.10          | 1,097.55        | 787.60          |
| 长期投资           | 2.83              | (34.38)           | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (8,633.85)        | (5,402.73)        | (2,383.38)        | (2,013.89)      | (1,413.49)      |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(4,056.56)</b> | <b>(3,107.21)</b> | <b>(1,041.28)</b> | <b>(916.34)</b> | <b>(625.89)</b> |
| 债权融资           | 634.69            | 3,168.41          | (1,564.74)        | (262.57)        | (234.70)        |
| 股权融资           | (129.21)          | (425.07)          | (612.03)          | (466.11)        | (615.78)        |
| 其他             | 3,522.90          | (3,453.75)        | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>4,028.38</b>   | <b>(710.41)</b>   | <b>(2,176.77)</b> | <b>(728.68)</b> | <b>(850.48)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2,514.50</b>   | <b>(120.24)</b>   | <b>(601.01)</b>   | <b>1,385.48</b> | <b>2,245.34</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023             | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>30,928.62</b> | <b>28,348.12</b> | <b>30,565.36</b> | <b>31,585.49</b> | <b>32,486.08</b> |
| 营业成本             | 26,135.51        | 23,481.40        | 25,490.01        | 26,259.26        | 26,803.30        |
| 营业税金及附加          | 100.67           | 99.14            | 106.89           | 110.46           | 113.61           |
| 销售费用             | 1,636.83         | 1,596.74         | 1,772.79         | 1,847.75         | 1,916.68         |
| 管理费用             | 391.39           | 373.44           | 412.63           | 426.40           | 438.56           |
| 研发费用             | 731.89           | 718.59           | 773.30           | 799.11           | 821.90           |
| 财务费用             | 347.10           | 298.71           | 292.83           | 254.89           | 238.54           |
| 资产/信用减值损失        | (66.48)          | (212.34)         | (170.00)         | (170.00)         | (170.00)         |
| 公允价值变动收益         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 212.31           | 144.78           | 193.89           | 183.66           | 174.11           |
| 其他               | 160.20           | 107.22           | 115.40           | 127.61           | 116.74           |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,891.26</b>  | <b>1,819.77</b>  | <b>1,856.20</b>  | <b>2,028.88</b>  | <b>2,274.36</b>  |
| 营业外收入            | 15.22            | 29.47            | 33.15            | 25.95            | 29.52            |
| 营业外支出            | 23.89            | 17.25            | 23.55            | 21.57            | 20.79            |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,882.59</b>  | <b>1,831.99</b>  | <b>1,865.80</b>  | <b>2,033.26</b>  | <b>2,283.09</b>  |
| 所得税              | 240.38           | 294.31           | 298.53           | 325.32           | 365.29           |
| <b>净利润</b>       | <b>1,642.21</b>  | <b>1,537.68</b>  | <b>1,567.27</b>  | <b>1,707.94</b>  | <b>1,917.79</b>  |
| 少数股东损益           | 202.27           | 80.60            | 82.16            | 89.53            | 100.53           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,439.94</b>  | <b>1,457.07</b>  | <b>1,485.12</b>  | <b>1,618.41</b>  | <b>1,817.27</b>  |
| 每股收益（元）          | 0.50             | 0.51             | 0.52             | 0.56             | 0.63             |

  

| 主要财务比率         | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | 2.88%  | -8.34% | 7.82%  | 3.34%  | 2.85%  |
| 营业利润           | 15.88% | -3.78% | 2.00%  | 9.30%  | 12.10% |
| 归属于母公司净利润      | 17.80% | 1.19%  | 1.92%  | 8.98%  | 12.29% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 15.50% | 17.17% | 16.60% | 16.86% | 17.49% |
| 净利率            | 4.66%  | 5.14%  | 4.86%  | 5.12%  | 5.59%  |
| ROE            | 9.90%  | 9.36%  | 9.02%  | 9.17%  | 9.63%  |
| ROIC           | 12.31% | 10.98% | 8.71%  | 9.19%  | 10.11% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 60.98% | 59.39% | 57.56% | 56.12% | 55.11% |
| 净负债率           | 11.37% | 30.25% | 25.29% | 16.98% | 5.72%  |
| 流动比率           | 0.63   | 0.66   | 0.67   | 0.75   | 0.85   |
| 速动比率           | 0.54   | 0.61   | 0.54   | 0.69   | 0.73   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 8.60   | 7.08   | 8.02   | 7.85   | 7.63   |
| 存货周转率          | 14.68  | 18.59  | 16.59  | 16.57  | 17.33  |
| 总资产周转率         | 0.75   | 0.63   | 0.67   | 0.68   | 0.68   |
| <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.50   | 0.51   | 0.52   | 0.56   | 0.63   |
| 每股经营现金流        | 0.88   | 1.29   | 0.91   | 1.05   | 1.29   |
| 每股净资产          | 4.98   | 5.33   | 5.72   | 6.13   | 6.56   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 市盈率            | 13.09  | 12.93  | 12.69  | 11.64  | 10.37  |
| 市净率            | 1.32   | 1.23   | 1.14   | 1.07   | 1.00   |
| EV/EBITDA      | 5.01   | 6.07   | 6.62   | 6.01   | 5.10   |
| EV/EBIT        | 7.32   | 8.18   | 9.88   | 8.92   | 7.40   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                                                            | 海口                                                                                                     | 上海                                                                                                            | 深圳                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心<br>B 座 11 层<br>邮编：100088<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦<br>A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际<br>客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号<br>平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |