

公司研究 | 深度报告 | 九丰能源 (605090.SH)

“九”久为功，蓄气待“丰”

## 报告要点

1、“气”势磅礴，兼具高成长与高分红：“一主两翼”格局高效协同；高成长下助推高分红，与股东共享发展成果。2、资源&服务协同扩张，中游资产构筑核心壁垒：LNG业务上中下游全产业链协同扩张，LPG业务依托进化工、扩码头战略，有望实现量价齐升。3、锚定航空航天特气，提供增量空间：打通“资源”+“终端”业务链条，特种气体打造新增长极。预计公司2025-2027年EPS分别为2.34元、2.70元和3.17元。对应2025年9月12日收盘价的PE分别为13.43X、11.60X和9.91X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



王岭峰

SAC: S0490521080001

SFC: BWF918

九丰能源 (605090.SH)

2025-09-14

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

## “九”久为功，蓄气待“丰”

### “气”势磅礴，兼具高成长与高分红

“一主两翼”格局高效协同。清洁能源是公司大力发展的核心主业，能源服务是 LNG 业务横向拓展及 LPG 业务纵向延伸的重要体现，特种气体是公司积极布局的新赛道业务。公司依托中游物流仓储核心资产的高效运营，三大业务协同发展，高资产周转下实现同业高 ROE 水平。

高成长下助推高分红，与股东共享发展成果。2024-2026 年现金分红规划指出全年固定现金分红金额分别为 7.5、8.5、10.0 亿元，并创新性推出“固定现金分红 + 特别现金分红”的双层分红模式。此外，公司推出限制性股票与股票期权激励计划及员工持股计划，考核指标隐含 15% 年归母净利润增长率，彰显公司对未来发展信心。

### 资源&服务协同扩张，中游资产构筑核心壁垒

LNG 业务上中下游全产业链协同扩张。天然气上游，依托“海气”+“陆气”双气源布局，实现快速成长。海气方面，全球 LNG 供应面临快速扩张，进口 LNG 成本有望优化。为推动资源池优化，公司积极推动“上陆地”发展战略，依托能源作业服务获得的原料气加工液化，旗下拥有森泰能源 70 万吨/年与华油中蓝 30 万吨/年产能。天然气下游，在能源转型背景下交通、工业、发电等多领域增长势头良好，公司依托双池资源禀赋匹配下游多终端客户。天然气中游，布局码头、接收站、船舶等物流仓储核心资产，打通上游资源与下游终端客户，助推公司实现一体化顺价，近年来公司 LNG 业务毛利稳定在 450-600 元/吨。

LPG 业务依托进化工、扩码头战略，有望实现量价齐升。进化工：近年来在 PDH 等轻质原料化工装置快速投产的带动下，LPG 作为化工原料的需求显著提升，公司将进一步提升工业端用户占比，较居民端顺价更加有效。扩码头：公司收购华凯燃气，进一步布局 LPG 码头资产，未来将实现“东莞+广州+惠州”三码头运营，周转能力显著提升。LPG 业务历史毛差稳定在 250/吨左右，市场份额提升有望带动毛差改善，同步实现量价提升。

### 锚定航空航天特气，提供增量空间

打通“资源”+“终端”业务链条，特种气体打造新增长极。资源端，公司依托清洁能源业务，通过 BOG 提氦、天然气重整制氢等技术布局氦气、氢气等特种气体。公司拥有国内稀缺国产氦气自主供应能力，产能已达 150 万方/年。氦气作为重要战略资源，未来伴随管道气提氦技术突破，国产替代空间巨大。公司特种气体产品主要面向直接终端用户，核心应用领域包括商业航天、消费电子、半导体、硬质合金、化工等领域公司。其中，航天特气发展步入快车道，公司锚定航空航天领域，积极推进海南商业航天发射场特燃特气配套项目投建。

### 投资建议：首次覆盖，给予买入评级

预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.34 元、2.70 元和 3.17 元。对应 2025 年 9 月 12 日收盘价的 PE 分别为 13.43X、11.60X 和 9.91X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

1、能源价格大幅波动；2、市场竞争加剧风险；3、收购整合风险；4、安全生产风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	31.37
总股本(万股)	66,688
流通A股/B股(万股)	66,531/0
每股净资产(元)	14.89
近12月最高/最低价(元)	33.07/22.90

注：股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

“气”势磅礴，兼具高成长与高分红.....	6
“一主两翼”业务结构，助力公司高效协同.....	6
优质资产高运营效率，打造高 ROE 与健康现金流.....	8
公司股权集中，分红回购计划提供业绩稳增指引.....	11
资源&服务协同扩张，中游资产构筑核心壁垒.....	14
天然气：双池布局+核心资产，助推高成长.....	14
LPG：进化工+扩码头，量价齐升再出发.....	21
特种气体：锚定航空航天，提供增量空间.....	24
氦气：“气体黄金”，公司拥有稀缺供应能力.....	24
氢气：经济性提升，双碳政策推动发展.....	26
航天特气：锚定航空航天，提供增量空间.....	27
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	29
风险提示.....	30

## 图表目录

图 1：九丰能源发展历程与业务结构.....	6
图 2：2024 年公司分业务营收构成.....	6
图 3：2024 年公司分业务毛利构成.....	6
图 4：能源服务产业链.....	7
图 5：2018-2025H1 营收收入及归母净利率变化.....	7
图 6：2018-2025H1 归母净利润和扣非变化.....	7
图 7：九丰能源主要子公司及业务板块.....	8
图 8：2022-2025H1 九丰能源与同行业公司 ROE 对比（单位：%）.....	9
图 9：2022-2025H1 九丰能源同业公司的杜邦分析.....	10
图 10：应收账款周转率与存货周转率同业比较(2024，次/年).....	10
图 11：公司经营性现金流情况（亿元）.....	10
图 12：九丰能源现金流量净额情况（亿元）.....	11
图 13：九丰能源股权结构图（截至 2025 年 7 月）.....	11
图 14：公司现金分红情况与股利支付率.....	12
图 15：公司股息率（TTM）与超额收益率变化.....	12
图 16：天然气行业全产业链结构.....	14
图 17：公司“海气”+“陆气”双资源池布局.....	14
图 18：2025-2027 年全球预计新投产 LNG 项目情况（百万吨）.....	15
图 19：2017-2024 年度 JKM 价格指数与公司 LNG 吨毛利对比情况.....	15
图 20：森泰能源覆盖 LNG“陆气”上中下游全产业链.....	16
图 21：公司 LNG 销量变化（万吨）.....	16
图 22：辅助排采服务业务模式.....	16

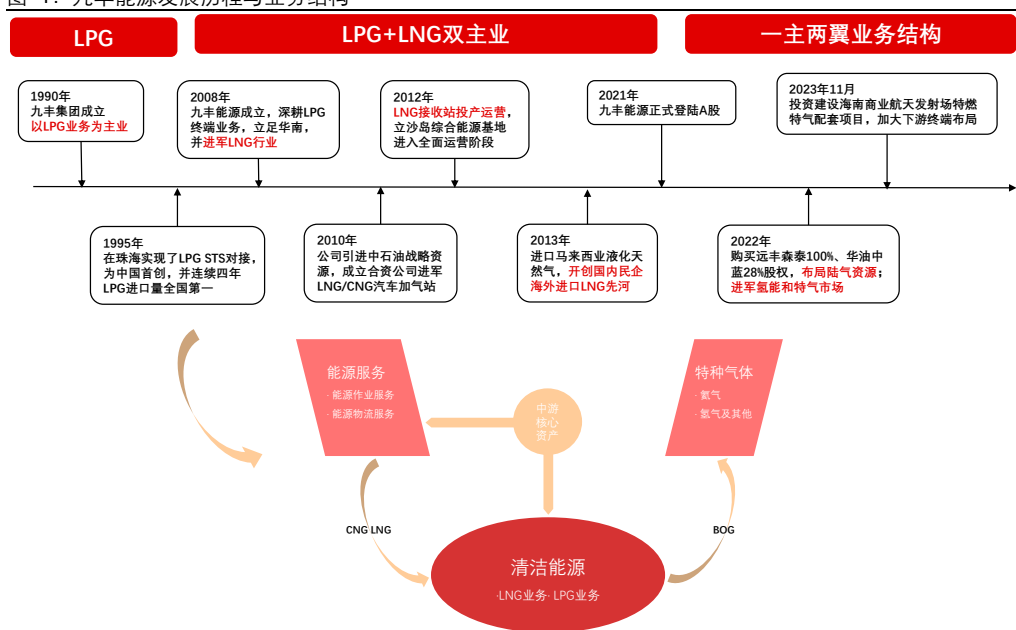
图 23: 公司 2024 年度天然气业务境内客户结构.....	17
图 24: 公司 2024 年度天然气业务境外客户结构.....	17
图 25: 天然气的单位热值含碳量低于其他能源品种.....	17
图 26: 我国天然气表观消费量变化.....	17
图 27: 部分工业行业天然气成本占总成本比例 (2024).....	18
图 28: 工业终端天然气增长潜力 (2024).....	18
图 29: 我国城镇化率与世界发达国家存在较大提升空间 (%).....	18
图 30: LNG 基础设施投建高峰, 城市燃气仍将持续增长.....	18
图 31: 中国天然气重卡市场预测 (万辆).....	19
图 32: 中国 LNG 重卡加注量预测 (万吨).....	19
图 33: 我国气电装机潜力预测.....	19
图 34: 我国燃气发电量预测.....	19
图 35: 进口 LNG 与国产 LNG 供应链及应用市场对比.....	20
图 36: 九丰能源清洁能源“哑铃型”业务发展模式.....	20
图 37: 化工原料用 LPG 需求占比逐年提升.....	21
图 38: 2024 年 LPG 下游需求结构.....	21
图 39: PDH 产能快速扩张.....	21
图 40: LPG 表观消费量持续攀升.....	21
图 41: 公司 LPG 销量变化.....	22
图 42: 公司 2024 年度 LPG 业务境内客户结构.....	22
图 43: 公司 2024 年度 LPG 业务境外客户结构.....	22
图 44: 2023-2030 年预测全球主要 LPG 进口国情况 (百万吨).....	22
图 45: 2017-2024 年度 CP 价格指数与公司 LPG 吨毛利对比情况.....	23
图 46: 氢气的性质与应用.....	24
图 47: 2024 年我国氢气主要应用领域.....	24
图 48: 全球氢气储量分布 (2023).....	25
图 49: 全球氢气产量分布 (2023).....	25
图 50: 中国 2020-2024 年氢气产销情况 (吨).....	25
图 51: 森泰能源 BOG 闪蒸气提氢项目.....	25
图 52: 氢气产业链.....	26
图 53: 全球氢气来源分布 (2023).....	26
图 54: 我国氢气来源分布 (2023).....	26
图 55: 公司特种气体业务经营模式.....	28
表 1: 九丰能源上市后重大股权投资.....	8
表 2: 公司历史股票回购情况.....	12
表 3: 2025 年员工持股计划明确公司业绩指引 (亿元).....	13
表 4: 公司三大码头核心资产.....	23
表 5: 特种气体在火箭卫星生产制造中的应用.....	27
表 6: 公司特气资源项目统计.....	27
表 7: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 百万元).....	30

## “气”势磅礴，兼具高成长与高分红

### “一主两翼”业务结构，助力公司高效协同

公司较早布局国内天然气中游业务，并不断在清洁能源中游产业纵向延伸。1990年九丰集团成立之初以LPG为主业；2008-2010年，九丰能源成立，深耕LPG终端业务，立足华南。2010-2020年公司进军并大力发展LNG业务，实现能源贸易、储运、分销、生产、终端服务、投资全产业链运营，在清洁能源中游产业纵向延伸。2021年上市来，公司在做优做强清洁能源业务的基础上，不断通过外延式并购方式推进优质资产与战略布局，扎实推进能源服务业务，积极布局特种气体业务。目前公司已形成以清洁能源为核心，能源服务、特种气体协同发展的“一主两翼”发展格局。

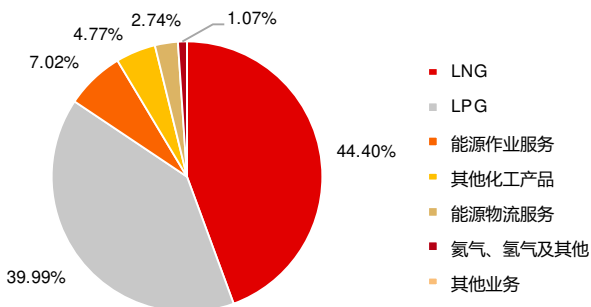
图 1：九丰能源发展历程与业务结构



资料来源：iFinD，公司官网，长江证券研究所

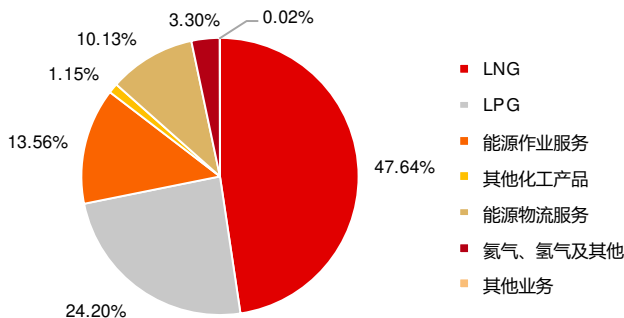
清洁能源是公司大力发展的核心主业。2024年LNG、LPG营收占比总计84%，毛利占比约72%。公司通过构建“海气+陆气”双资源池，为广大客户提供用气保障能力强、具有成本竞争力的LNG、LPG产品。

图 2：2024 年公司分业务营收构成



资料来源：iFinD，长江证券研究所

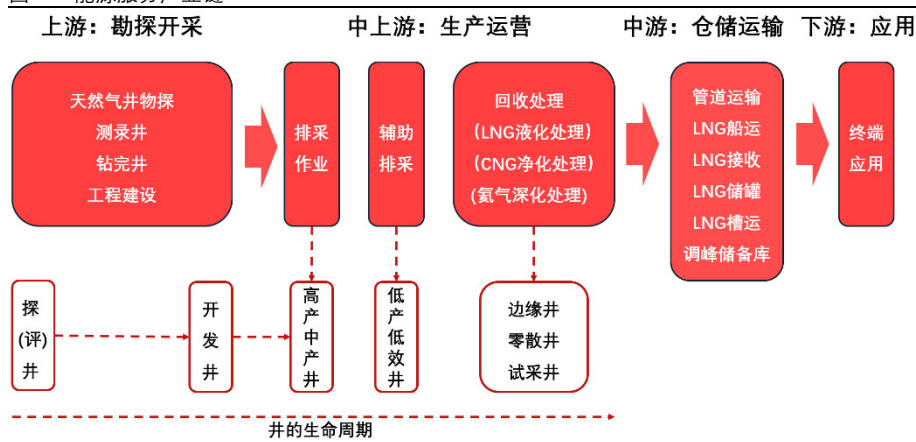
图 3：2024 年公司分业务毛利构成



资料来源：iFinD，长江证券研究所

**能源作业服务属于天然气生产运营环节。**我国天然气快速扩产带来低产低效井数量的同步增加，为辅助排采和回收处理服务提供了基础市场。能源作业服务为上游资源方提供天然气井全生命周期综合治理服务，现阶段主要包括低产低效天然气井辅助排采服务及天然气（主要涉及三类气井）回收处理配套服务等。针对天然气井在正常开采五年后普遍面临的低压、低效、低产问题，公司运用先进的辅助排采技术工艺，旨在实现此类井的稳定增产。同时，针对三类气井因配套天然气管网缺失或建设难度大，以及地理位置偏远导致铺设管网经济价值不高的情况，天然气回收处理配套服务通过在气井及其周边部署分离、净化、液化装置，将气态天然气转化为液态，有效解决了资源消纳与经济效益输送的难题。

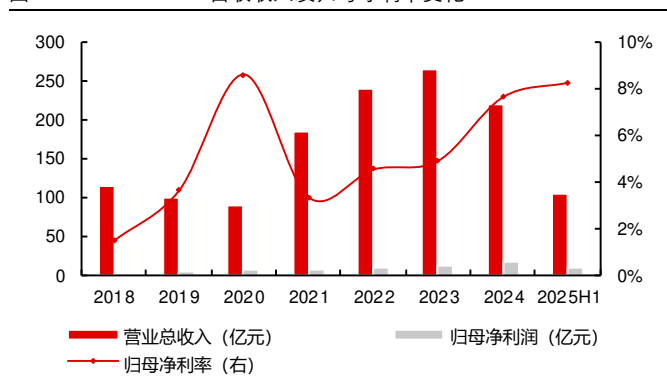
图 4：能源服务产业链



资料来源：公司公告，长江证券研究所

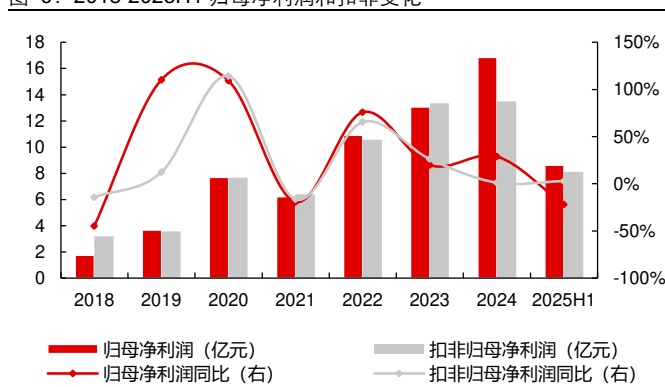
**能源服务是对清洁能源业务的“强链”“补链”，助力公司盈利提升。**公司依托中游核心资产，提供能源作业服务和能源物流服务，实现 LNG 业务横向拓展及 LPG 业务纵向延伸。能源服务具备高毛利率水平，2024 年能源物流服务和能源作业服务毛利率水平分别为 34.4%和 18.0%，分别贡献 10.13%、13.56%的毛利占比。高毛利业务带动下，助力公司盈利水平提升，2024 年在公司营收下滑的背景下，归母净利润仍实现正增长，2025 年上半年归母净利率进一步提升至 8.25%。

图 5：2018-2025H1 营业收入及归母净利润变化



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 6：2018-2025H1 归母净利润和扣非变化



资料来源：iFinD，长江证券研究所

**特种气体助力公司实现持续高质量发展。**2023 年公司进一步切入特种气体赛道，正式确立“一主两翼”业务格局。依托上游清洁能源资源，进一步加工布局氦气、氢气等特种气体，2024 年 28.8%的高毛利率水平进一步助推公司盈利能力提升。2024 年以来，

中国商业航天产业迎来爆发期，海南九丰为商业航天配套的特气特燃项目，是国内第一个配套商业航天发射领域的气体项目。2025 年上半年一期项目顺利投产，并与海南商发签订液氧、液氮、氦气等年度资源供应协议，二期项目也在积极筹备中，全方位匹配火箭发射端、卫星超级工厂及星箭产业园的特燃特气综合需求。

## 优质资产高运营效率，打造高 ROE 与健康现金流

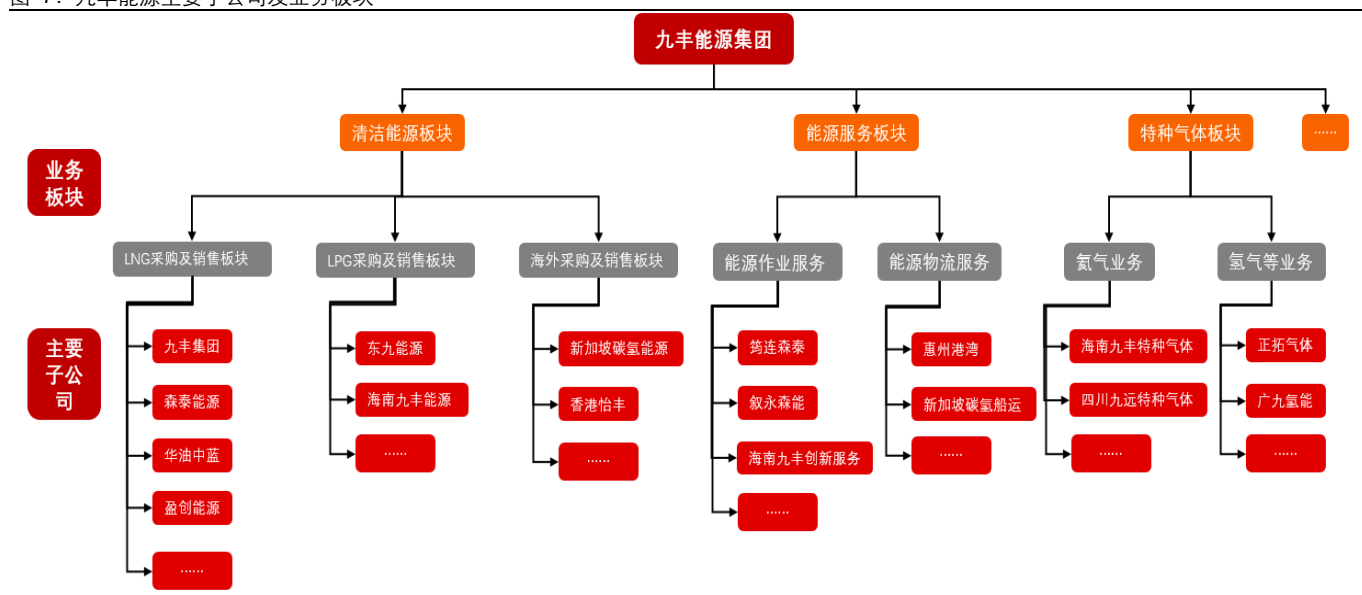
公司通过外延式并购方式推进优质资产布局。公司在做优做强清洁能源业务的基础上，扎实推进能源服务业务，积极布局特种气体业务。近年来，公司通过积极收购整合方式推进战略布局，股权投资金额于 2021 年、2022 年和 2023 年依次为 18.4 亿元、21.7 亿元和 4.2 亿元。其中，重点投资对象包括森泰能源、华油中蓝和正拓气体等，其主要业务分布于公司的不同业务板块中。

表 1：九丰能源上市后重大股权投资

被投资公司	主要业务	投资金额(万元)	持股比例	投资时间
正拓气体	氢气生产与销售	10,389.10	70%	2023 年
江苏艾湘企业管理 有限公司	特种气体业务	4,708.00	100%	2023 年
惠州港湾公司	码头仓储服务	8,000.00	40%	2023 年
华油中蓝	LNG 生产和销售	33,125.30	40%	2022、2023 年
森泰能源	LNG 作业、生产和销售	193,003.94	100%	2022 年
远航航运有限公司	航运	21,020.83(增资)	100%	2022 年
和谐航运有限公司	航运	15,560.65(增资)	100%	2022 年
九丰集团	技术进出口、化工产品批发	100,000.00	100%	2021 年

资料来源：公司公告，长江证券研究所

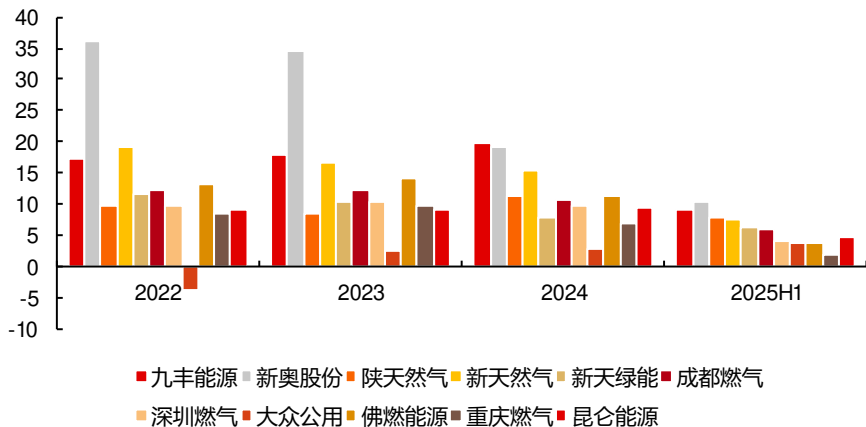
图 7：九丰能源主要子公司及业务板块



资料来源：公司公告，长江证券研究所

九丰能源的 ROE 在多数年份显著领先同业。近年来公司 ROE 水平持续改善，稳定在 15% 以上，2024 年公司 ROE 水平进一步上升至 19.77%，超新奥股份与新天然气，展现出资产在周期波动中的抗风险与盈利稳定性。采用杜邦分析法对公司 ROE 进行分拆，发现公司盈利优势源于其资产运营的高效性。

图 8: 2022-2025H1 九丰能源与同业公司 ROE 对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

九丰能源的高回报并非依托财务杠杆的扩张，而是净利率与资产周转率的双重优势共振。从资本结构来看，2024 年公司权益乘数约 1.58，显著低于同业公司，良好的资本结构有利于公司长远发展。盈利能力方面，2022 年后净利率水平逐步回升，2024 年上升 7.67%，2025 年上半年进一步上升至 8.29%；虽不及新天然气 31% 的高盈利水平，但与其他同业公司相比，仍具有显著盈利优势，且呈现持续向好态势。

从营运能力来看，2023 年九丰能源总资产周转率达 2.06 次/年，2024 年下降至 1.49 次/年，但仍大幅超越新奥股份同期的 1.04 与 1.01。公司凭借海气采购的高毛利差，叠加居民用气顺价传导、接驳业务的稳定贡献，盈利水平持续领跑同业；优质的资产布局，如终端网络与供应链的协同效能，共同支撑高资产周转率。

由此可见，财务杠杆对九丰 ROE 的助推作用相对较弱，高资产周转才是核心引擎，这一特征既印证了公司资产运营效率的优势，也揭示了其 ROE 超越同业的底层逻辑。

图 9: 2022-2025H1 九丰能源同业公司的杜邦分析

净资产收益率ROE (%)					总资产周转率 (次/年)				
	2022	2023	2024	2025H1		2022	2023	2024	2025H1
九丰能源	17.19	17.75	19.77	8.99	九丰能源	2.51	2.06	1.49	0.67
新奥股份	36.06	34.40	19.07	10.33	新奥股份	1.14	1.04	1.01	0.50
陕天然气	9.72	8.46	11.15	7.82	陕天然气	0.65	0.58	0.65	0.34
新天然气	18.97	16.73	15.32	7.34	新天然气	0.29	0.26	0.23	0.10
新天绿能	11.43	10.43	7.68	6.21	新天绿能	0.25	0.26	0.26	0.13
成都燃气	12.19	12.26	10.73	5.91	成都燃气	0.70	0.67	0.64	0.33
深圳燃气	9.58	10.40	9.68	4.07	深圳燃气	0.83	0.75	0.63	0.33
大众公用	-3.95	2.59	2.78	3.84	大众公用	0.25	0.28	0.28	0.15
佛燃能源	13.25	14.11	11.40	3.69	佛燃能源	1.31	1.58	1.71	0.78
重庆燃气	8.28	9.65	6.91	1.85	重庆燃气	0.90	0.99	0.94	0.47
昆仑能源	9.00	9.21	9.27	4.78	昆仑能源	1.27	1.26	1.30	0.69

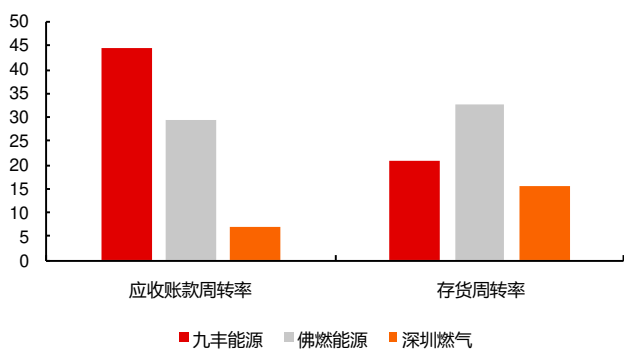
  

权益乘数					销售净利率 (%)				
	2022	2023	2024	2025H1		2022	2023	2024	2025H1
九丰能源	1.57	1.77	1.58	1.55	九丰能源	4.57	4.96	7.67	8.29
新奥股份	2.64	2.30	2.19	2.17	新奥股份	7.38	8.88	7.37	7.14
陕天然气	1.97	1.87	2.18	2.01	陕天然气	7.48	7.50	8.28	10.88
新天然气	1.43	1.84	1.75	1.96	新天然气	46.61	40.52	32.03	30.79
新天绿能	3.07	2.95	3.10	2.96	新天绿能	15.19	13.48	8.89	15.05
成都燃气	1.63	1.72	1.66	1.77	成都燃气	10.83	10.82	9.88	10.35
深圳燃气	2.48	2.56	2.46	2.52	深圳燃气	4.69	5.33	5.44	4.55
大众公用	2.44	2.33	2.27	2.19	大众公用	-4.35	4.74	5.23	12.36
佛燃能源	2.30	2.37	2.04	2.12	佛燃能源	3.41	3.64	3.07	2.37
重庆燃气	1.91	1.79	1.78	1.74	重庆燃气	4.65	5.08	3.99	2.29
昆仑能源	1.72	1.67	1.61	1.55	昆仑能源	4.76	5.21	5.08	5.13

资料来源: Wind, 长江证券研究所

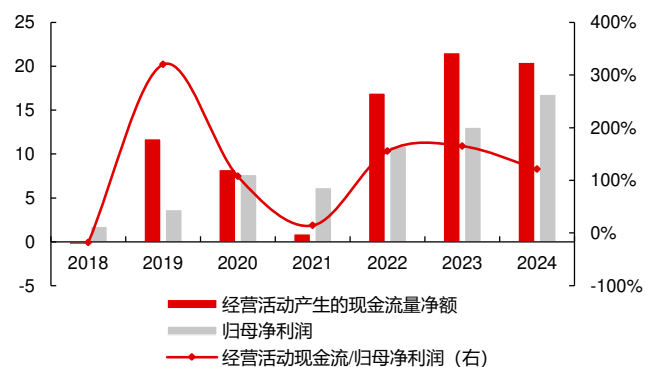
**九丰能源流动资金周转率较高, 现金流表现健康。**流动资金周转率方面, 对比同行业公司, 九丰能源的应收账款周转率远高于同行业公司, 主要是由于九丰能源应收款项比重较低。存货周转率方面, 九丰能源的存货周转率低, 但高于经营区域相近的深圳燃气。公司现金流呈现经营韧性与投资扩张的动态交织, 虽然现金流波动性较大, 但在高应收账款周转率下, 目前整体现金流状况健康, 现金规模持续增长, 体现公司高资产质量与盈利质量。

图 10: 应收账款周转率与存货周转率同业比较(2024, 次/年)



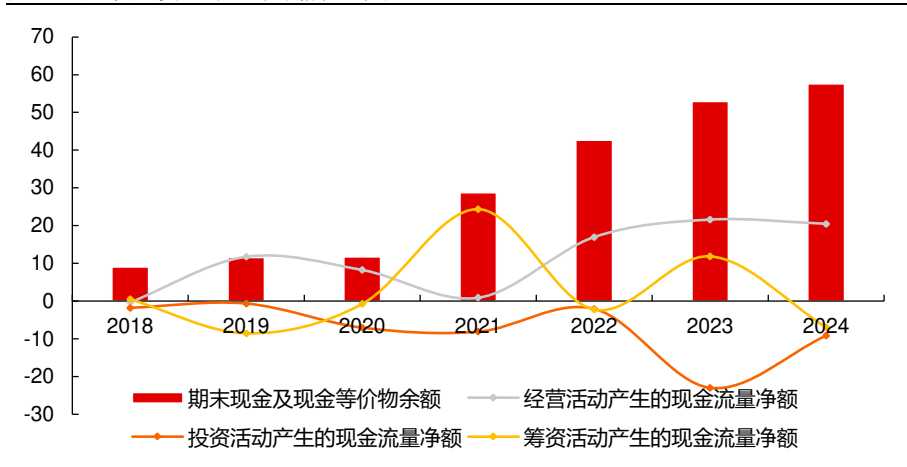
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 公司经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 12: 九丰能源现金流量净额情况 (亿元)

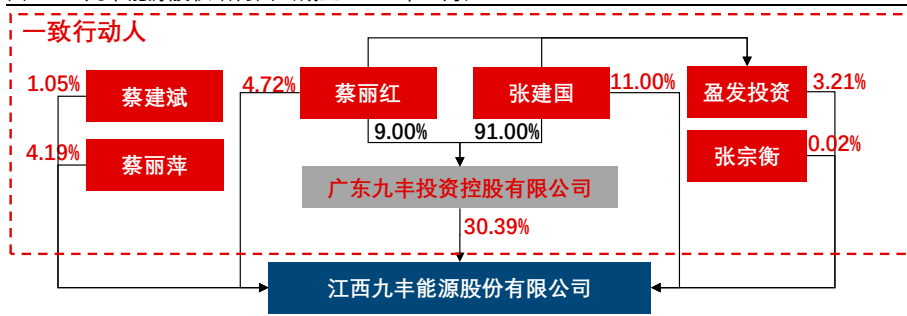


资料来源: iFinD, 长江证券研究所

## 公司股权集中, 分红回购计划提供业绩稳增指引

九丰能源实际控制人为张建国、蔡丽红, 公司股权集中。截至 2025 年中报, 张建国、蔡丽红通过九丰控股间接控制公司 30.39% 股权, 同时张建国、蔡丽红分别直接持有公司 11.00%、4.72% 的股份。同时, 张建国、蔡丽红与蔡丽萍等方构成一致行动组关系, 共计持股比例达 54.58%, 公司股权集中。其中, 张建国与蔡丽红为夫妻关系; 蔡丽红、蔡丽萍、蔡建斌为兄弟姐妹关系; 九丰控股的股东为张建国、蔡丽红; 二人同时也是盈发投资的主要合伙人。

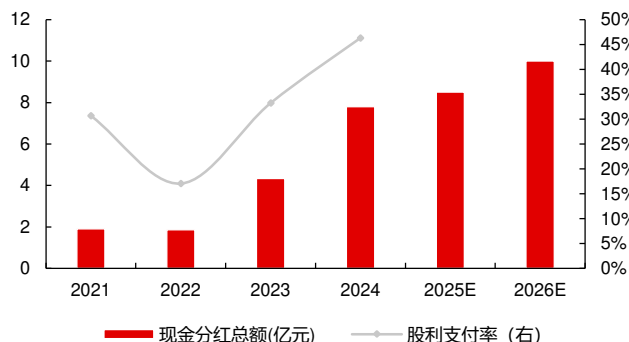
图 13: 九丰能源股权结构图 (截至 2025 年 7 月)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

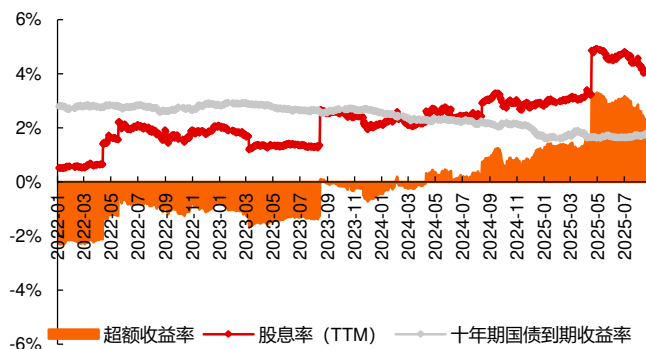
公司创新性推出“固定现金分红+特别现金分红”的双层分红模式。根据公司制定的《未来三年 (2024-2026 年) 现金分红规划》, 2024-2026 年全年固定现金分红金额分别为 7.5、8.5、10.0 亿元, 优化每年度固定现金分红频次为 2 次, 并叠加附条件特别现金分红。特别现金分红条件是指, 2024-2026 年连续三年, 公司实现的截至当年的归母净利润持续增长, 且当年实现的归母净利润较上年度同比增长超过 18% 时, 额外最低分红金额 2000 万元。2024 年公司归母净利润同比增长 28.93%, 达到特别现金分红条件, 公司特别现金分红 3000 万元, 2024 年公司累计现金分红 7.8 亿元, 股利支付率上升至 46.33%, 股息率得到显著提升, 较无风险利率超额收益率提升至 2%-3%。

图 14: 公司现金分红情况与股利支付率



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 公司股息率 (TTM) 与超额收益率变化



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

**公司高度重视全体股东的获得感与幸福感，积极实施现金分红的同时进行股份回购。**

2022 年 5 月公司首次披露股份回购计划，截至 2025 年 4 月三年间公司共计推进五轮股份回购计划，已完成前四轮股份回购，每轮股份回购比例在 0.5%-1% 附近。第 5 轮股份回购数量占比在 0.81%-1.21% 之间，较 2022 和 2023 年有显著提升，下限数量为历史最高水平。截至 2025 年 8 月底，针对第五轮回购，公司以集中竞价交易方式累计回购股份 362.15 万股，占公司总股本的 0.54%，第五轮回购股份将注销减少注册资本。

表 2: 公司历史股票回购情况

董事会预案公告日	2025-04-18	2024-04-23	2023-10-24	2022-12-22	2022-05-25
方案进度	实施回购	回购完成	回购完成	回购完成	回购完成
回购股份完成日期		2024-07-01	2023-12-01	2023-02-15	2022-08-19
回购方式	集中竞价	集中竞价	集中竞价	集中竞价	集中竞价
最新每股回购价格上限(元)	36.91	41.21	35.64	34.8	29.92
<b>拟回购资金</b>					
总额上限(亿元)	3.0	1.5	2.0	3.0	3.0
总额下限(亿元)	2.0	1.0	1.0	1.5	1.5
<b>拟回购股份数量</b>					
上限数量(万股)	786.78	360.58	561.17	862.07	1,002.67
上限数量占公司总股本比例	1.21%	0.57%	0.90%	1.39%	1.62%
下限数量(万股)	524.52	240.38	280.58	431.03	501.34
下限数量占公司总股本比例	0.81%	0.38%	0.45%	0.70%	0.81%
回购支付金额(亿元)	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5
累计回购数量(万股)	362.15	348.97	407.56	671	700.01
占拟回购股份上限比例	46%	97%	73%	78%	70%
占拟回购资金上限比例	69%	67%	50%	50%	50%
占总股本比例	0.54%	0.55%	0.65%	1.07%	1.13%
回购均价(元)	27.01	28.66	24.54	22.36	21.53

资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

**限制性股票与股票期权激励计划及员工持股计划并行，提供稳增业绩指引。**2022 年 8 月推出第一期员工持股计划，2024 年 6 月推进限制性股票与股票期权激励计划，2025 年 4 月推出 2025 年员工持股计划。系列举措通过“员工持股+股权/期权激励”双轨并行，

既依托考核机制保障激励精准性，又通过多轮计划覆盖不同阶段核心人才，持续完善长期激励生态。在最新两轮计划公司层面业绩考核指标中，隐含 15%年归母净利润增长率，明确对公司未来发展前景的持续信心。

表 3：2025 年员工持股计划明确公司业绩指引（亿元）

考核年度	考核指标一	考核指标二	实际归母净利润	归母净利润同比
	当年度归母净利润	三年累计归母净利润		
<b>《2025 年员工持股计划》-2025 年 4 月</b>				
基准年-2024 年（扣非口径）			13.50	
2025 年	15.50	15.50		15%
2026 年	17.83	33.33		15%
2027 年	20.50	53.82		15%

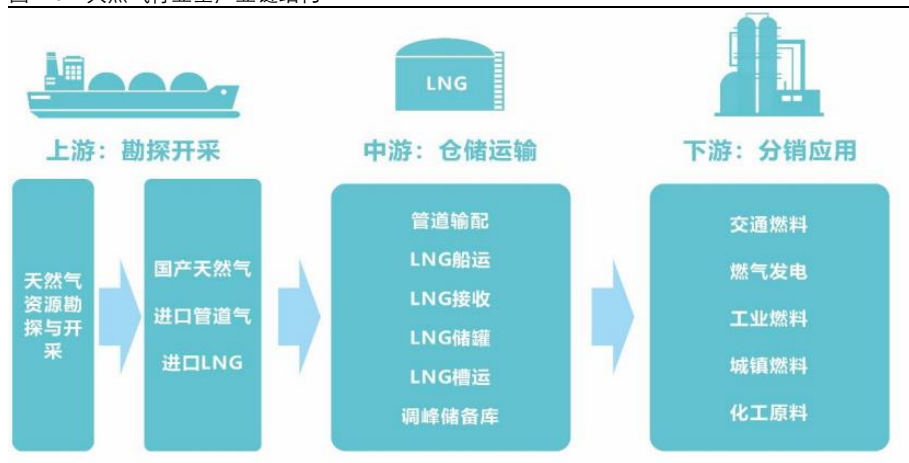
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 资源&服务协同扩张，中游资产构筑核心壁垒

### 天然气：双池布局+核心资产，助推高成长

LNG 是公司大力发展的核心主业，实现上中下游全产业链布局。上游构建“海气+陆气”双资源池，下游触达多需求终端，中游布局码头、船舶、储罐等核心物流仓储资产，全产业链协同布局为广大客户提供用气保障能力强、具有成本竞争力的 LNG。

图 16：天然气行业全产业链结构

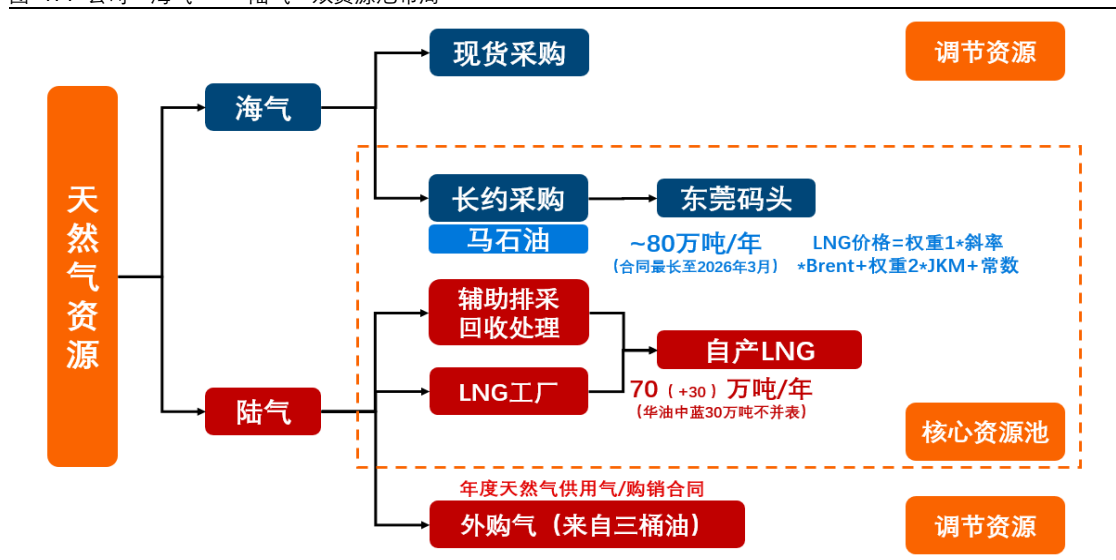


资料来源：公司公告，长江证券研究所

### 上游：海气+陆气双池布局，资源&服务协同扩张

公司上游气源池多样，海气+陆气双资源池布局，其中海气长约和自产 LNG 为核心资源池，海气现货采购与外购陆气为补充资源。

图 17：公司“海气”+“陆气”双资源池布局

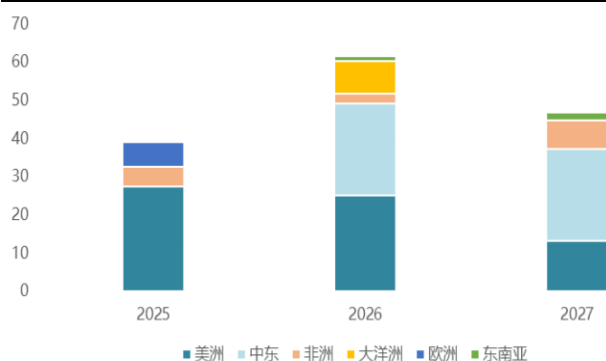


资料来源：公司公告，长江证券研究所

海气方面，全球 LNG 供应能力预计大幅增加，气源成本具备价差改善基础。一方面，2025 年美国 LNG 出口设施面临投建高峰，液化基础设施同步扩张。另一方面，在天然气增产政策背景下，近年来中东 LNG 项目发展势头强劲。自 2022 年下半年以来，国际天然气现货价格进入下行通道，目前已回落接近历史常态水平。据 ICE 的基准情景预测，

JKM（东北亚液化天然气现货价格）或将在 2024 年冬季达到峰值，随后保持较高水平直至 2025 年底；到 2026-2027 年，受市场上大量新增天然气供应的冲击，该价格有望回落至 10 美元/百万英热以下。

图 18：2025-2027 年全球预计新投产 LNG 项目情况（百万吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：2017-2024 年度 JKM 价格指数与公司 LNG 吨毛利对比情况



资料来源：Platts S&P Global Commodity Insights，公司公告，长江证券研究所

### 针对海气，公司同时进行长约与现货采购。

**长约采购：**公司与马来西亚国家石油公司签订 LNG 长期采购合同（与 ENI 合同于 2024 年已到期），约定年度基础提货量、计量方式、价格计算公式、结算方式等。合同有效期 2021 年开始，最长至 2026 年 3 月 31 日，需要完成提货量合计 416 万吨，平均约 80 万吨/年的资源量。价格方面，2020 年 11 月新签订的补充协议中，在定价公式引入 JKM 价格指数，约定 2020 年 7 月至 2026 年 3 月的 LNG 长约采购定价公式变更为，与国际原油价格指数 Brent 及国际 LNG 价格指数 JKM 挂钩。鉴于此，在国际天然气现货价格修正的背景下，公司有望压低气源采购成本，进而修复气源价差，改善盈利空间。

**现货采购：**长约采购外，公司与国际市场诸多知名能源供应商达成合作协议，凭借良好的国际信用、自有船舶运力，根据国内外气价变动情况及需求缺口，灵活进行 LNG 国际现货采购。长约与现货采购在资源保障上相互补充，在定价模式上形成差异化，能有效提升天然气长周期视角下采购成本的稳定性。

**除海气外，公司通过收购森泰能源，积极实践“上陆地”“出华南”“到终端”核心发展战略，实现“海气”+“陆气”双池布局，提升公司供应链安全同时，平滑成本端波动。**

公司共计收购华油中蓝（30 万吨产能，未并表）40% 股权，及森泰能源 100% 股权。森泰能源业务完整覆盖 LNG “陆气”上中下游全产业链，在内蒙、四川多地有 4 家 LNG 生产加工厂，目前具备年产近 70 万吨 LNG 的生产能力。上游，森泰能源每年与中石油指定的各区域范围子公司签署天然气供用气/购销合同，原料气供应稳定。下游通过公司自有槽车或客户自提方式，由 LNG 槽车运输至各客户指定地点，此外公司运营 LNG/L-CNG 加气站，在西南、西北地区市场具有较强的知名度与影响力。

图 20: 森泰能源覆盖 LNG “陆气” 上中下游全产业链

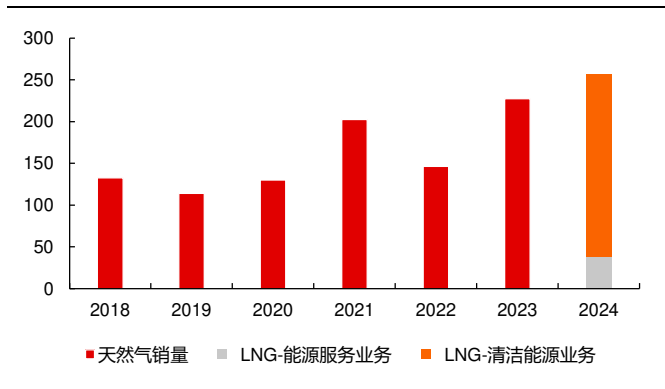


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**能源作业服务业务协同，多元化陆上 LNG 资源池。**2023 年公司基于对低产低效井市场的调研与评估，切入能源排采服务领域，形成以能源排采服务与回收处理服务为主的能源作业服务体系，进一步丰富陆气资源池。辅助排采服务获取的部分资源可以通过 CNG 方式就近服务下游客户或通过资源上载方式进入下游市场。公司在天然气井周边投建净化、液化装置，提供“投资+技术+运营”服务（如辅助排采、回收利用），将处理后的 LNG 纳入公司资源池。截至 2024 年末，公司共计 3 个在运营回收处理项目，2024 年年度服务量约 38 万吨，各项目运行高效、稳定，作业综合成本控制有效，价格联动下单吨服务性收益保持基本稳定。

**外购气补充：**依托自产 LNG 核心资源池外，公司基于需求缺口和价差，向“三桶油”等资源方灵活采购 PNG、CNG 或 LNG，作为资源补充。

图 21: 公司 LNG 销量变化 (万吨)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22: 辅助排采服务业务模式

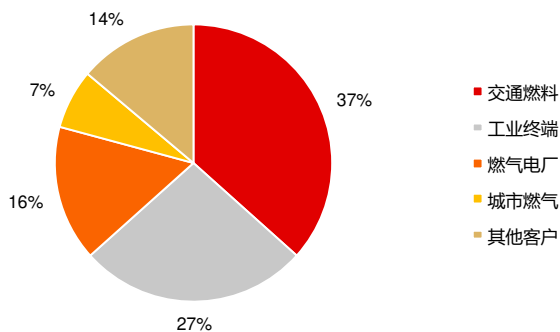


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 下游：天然气需求旺盛，“到终端”资源匹配

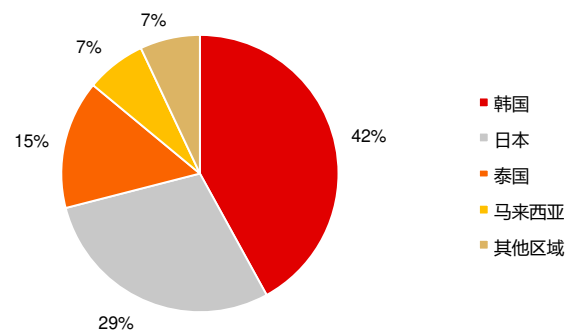
公司下游涵盖加气站、工厂、发电厂等消费终端，辐射日韩、东南亚新兴市场。2024 年公司 LNG 境内总销量（含服务）187.80 万吨，其中交通燃料 69.01 万吨，工业终端 50.43 万吨，燃气电厂 29.34 万吨。在国际市场，公司持续服务于日韩等传统 LNG 需求旺盛的市场，同时积极关注和拓展泰国、马来西亚等需求潜力较大的东南亚新兴市场。

图 23：公司 2024 年度天然气业务境内客户结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

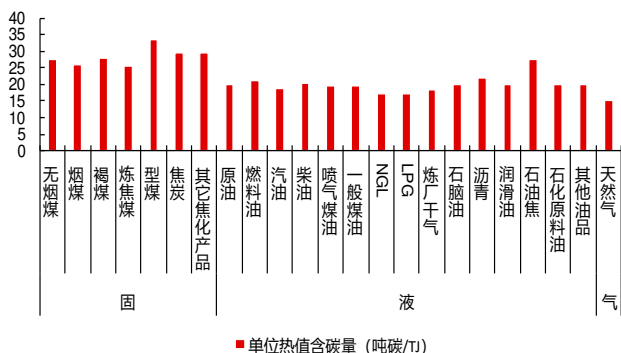
图 24：公司 2024 年度天然气业务境外客户结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

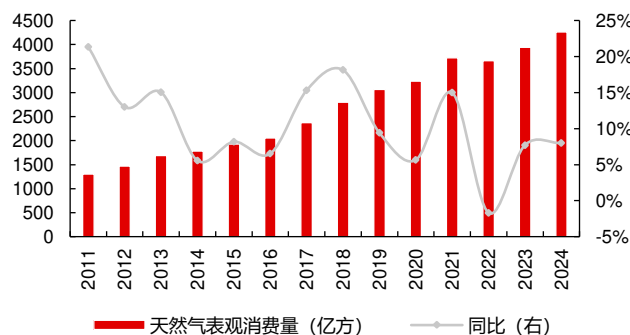
**双碳背景下，我国天然气消费增长空间巨大。**天然气的单位热值含碳量低于其他能源品种，仅有型煤的 45.54%，也只有原油的 76.12%，是能源转型进程中非常重要的过渡能源。我国近 10 年来发布多项政策，不断强调天然气在能源转型过程中的重要桥梁作用，并在《能源“十三五”规划》中明确提出力争到 2030 年将天然气在一次能源消费中的占比提高至 15% 左右。2023 年来天然气需求重新步入中高速增长轨道，2010-2024 年我国天然气表观消费量自 1,073 亿立方米增长至 4,260.5 亿立方米，CAGR 达 10.35%，其在能源消费结构中的占比从 2010 年的 4.0% 提升至 2024 年的 8.8%。天然气在我国能源结构中的地位不断提升，对促进能源转型和低碳发展起到积极作用。

图 25：天然气的单位热值含碳量低于其他能源品种



资料来源：发改委，长江证券研究所

图 26：我国天然气表观消费量变化

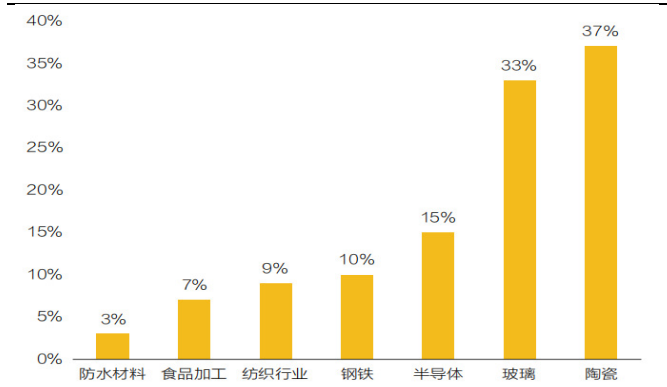


资料来源：iFinD，长江证券研究所

**工业领域：受能源转型与市场供需影响，我国工业用天然气消费将持续增长。**散煤清洁替代持续推动工业用气增长，“碳达峰”目标下环保政策趋严，叠加煤炭减量政策拓展、淘汰标准收紧，将促使工业清洁能源需求攀升，而天然气具备显著替代优势。目前工业领域替代仍有空间，2022 年工业终端原煤消耗约 4.6 亿吨，26 个高耗煤行业中 11 个天然气消费占比不足 50%。2024 年，我国天然气消费总量约 4300 亿立方米，预计“十

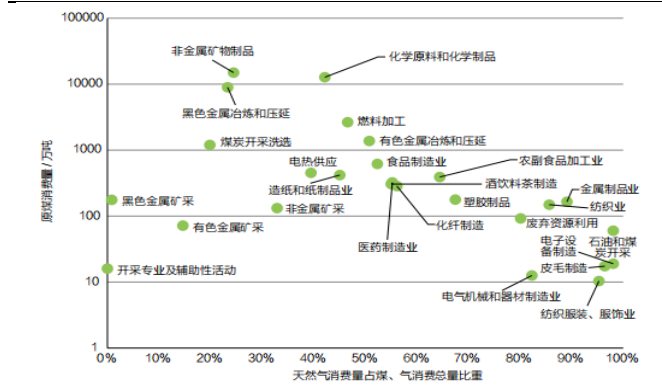
“五五”期间再增 1100 多亿立方米。近中期看，气代煤是工业领域驱动天然气消费量增长的主要动力。

图 27：部分工业行业天然气成本占总成本比例（2024）



资料来源：《中国能源展望 2060》（中石化经研院），长江证券研究所

图 28：工业终端天然气增长潜力（2024）

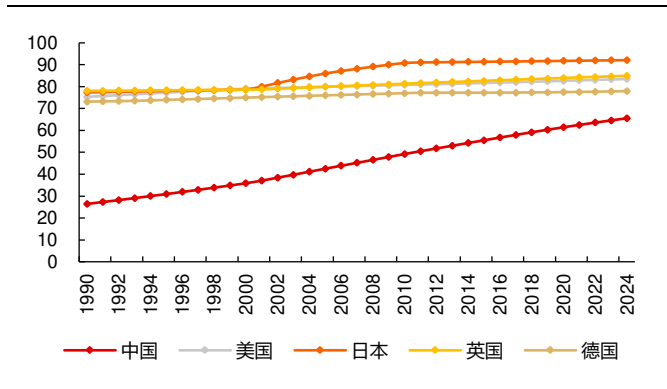


资料来源：《中国能源展望 2060》（中石化经研院），长江证券研究所

**城镇燃气：与欧美发达国家相比，我国城镇化仍持续提升，城市燃气仍有较大增长空间。**

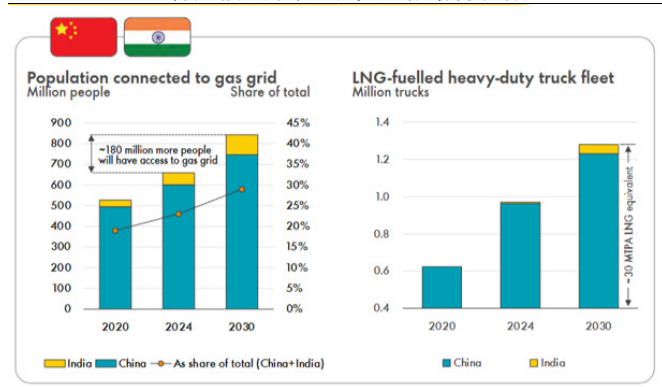
欧美以及日韩等发达国家的城镇化率在 80% 以上，而我国城镇化进程虽然不断加速，2024 年我国的城镇化率达到 67%，但与欧美和日韩相比仍存在一定差距。在供热行业，我国自 2017 年开始鼓励城市清洁取暖发展，我国目前主要靠燃煤供暖为主，燃气供暖占比远低于世界主要发达国家，在碳中和背景下随着城镇化加速，我国城镇燃气需求仍有较大提升空间。

图 29：我国城镇化率与世界发达国家存在较大提升空间（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：LNG 基础设施投建高峰，城市燃气仍将持续增长



资料来源：《Shell LNG Outlook 2025》（Shell），长江证券研究所

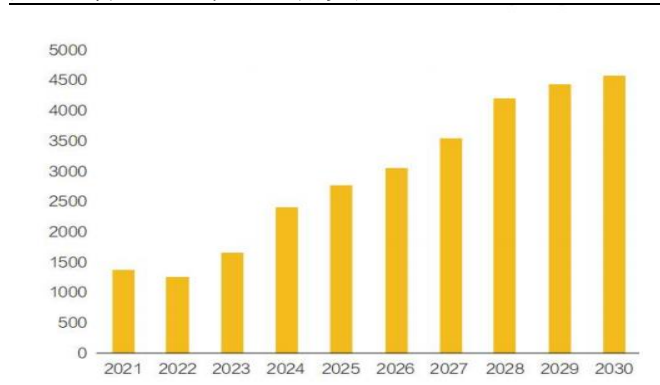
**交通用气：LNG 重卡近年来发展势头迅猛，带动 LNG 重卡加注量快速增长。**2023 年起气柴价格比快速下降，推动 LNG 重卡“爆发式”增长，近中期该比价仍有利。重卡市场将迎需求旺盛期，长途物流占比提升使重卡平均更换周期缩至 7 年，LNG 重卡更换周期更短，2025-2030 年国内重卡更新规模预计超 700 万辆，经济增长每年带来约 10 万辆新增需求，“以旧换新”政策也将加速老旧柴油货车换代，此期间 LNG 重卡保有量有望快速提升。**2024 年 LNG 重卡加注量约 2405 万吨，预计 2030 年将上升至 4577 万吨，将近实现翻倍式增长。**

图 31：中国天然气重卡市场预测（万辆）



资料来源：《中国能源展望 2060》（中石化经研院），长江证券研究所

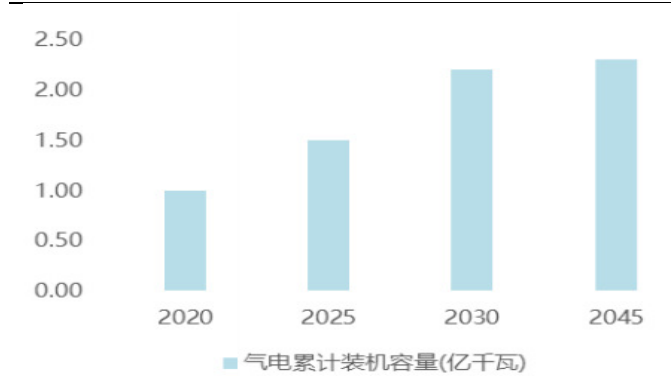
图 32：中国 LNG 重卡加注量预测（万吨）



资料来源：《中国能源展望 2060》（中石化经研院），长江证券研究所

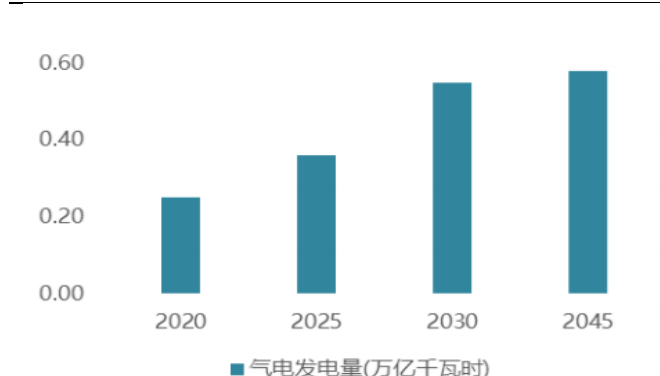
**发电用气：气电作为清洁低碳、灵活高效的调峰电源，正迎来快速发展阶段。**2024 年，我国气电装机量、发电量分别为约 1.4 亿千瓦、0.33 万亿千瓦时。气电是天然气消费中最具发展潜力的部分之一，在新型电力系统调峰需求下，气电将迎来快速增长。调峰需求方面，由于风电、光伏装机占比上升，加剧电力系统波动与峰谷差，由于煤电、抽蓄、储能等调峰方式存在短板，气电作为优质调峰电源，在电力系统稳定中作用关键，气电调峰需求激增；此外，在政策、技术、气价推动下，气电经济性提升。预计到 2030 年气电装机量和发电量将上升到 2.2 亿千瓦、0.55 万亿千瓦时，分别较 2024 年提升 57%、67%，年均复合增速约 7.8%和 8.9%。

图 33：我国气电装机潜力预测



资料来源：公司公告，长江证券研究所

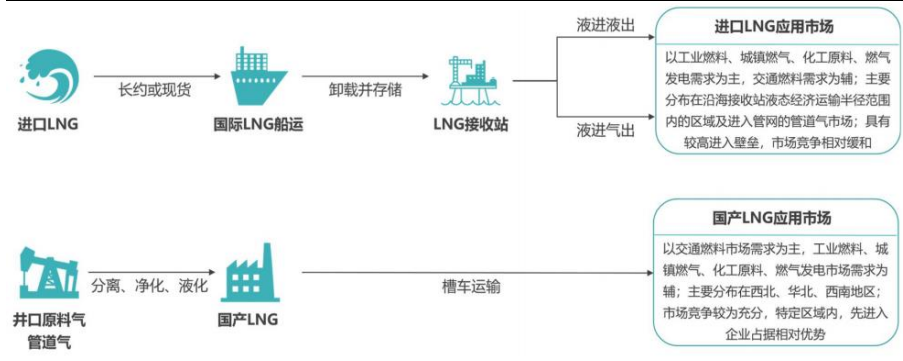
图 34：我国燃气发电量预测



资料来源：公司公告，长江证券研究所

**多气源布局，上游资源端与下游客户端匹配。**在华南市场，公司一方面持续巩固区域内工业（园区）用户需求，在海气长约资源的基础保障下，通过优质的运营服务提升客户满意度；另一方面，通过开放接收站窗口期及把握海气现货资源价格窗口，为区域内燃气电厂用户提供接卸服务及优质的资源服务；在西北、西南市场，公司通过能源作业服务及 LNG 液化工厂模式，积极服务于交通燃料市场。

图 35：进口 LNG 与国产 LNG 供应链及应用市场对比

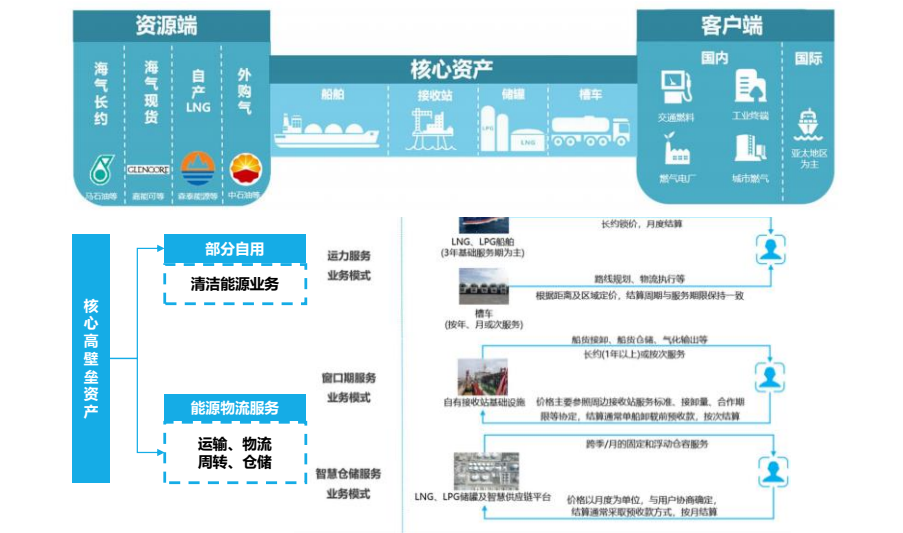


资料来源：公司公告，长江证券研究所

### 中游：核心物流仓储资产，助推一体化顺价

公司凭借大规模物流仓储资产，开展能源物流服务。截至 2025 年 6 月底，公司自主控制多艘 LNG、LPG 船舶运力，相关船舶年周转能力已突破 500 万吨。码头公司位于东莞立沙岛的综合能源基地地理位置优越，拥有完整的码头接收仓储设施，最大可靠 5 万吨级船舶，设有 3 个泊位，配套 16 万立方米 LNG 储罐、14.4 万立方米 LPG 储罐，可实现 LNG 年周转能力 150 万吨、LPG 年周转能力 150 万吨。此外，公司在运营 LNG 槽车超百台，有利于下游终端客户的拓展。

图 36：九丰能源清洁能源“哑铃型”业务发展模式



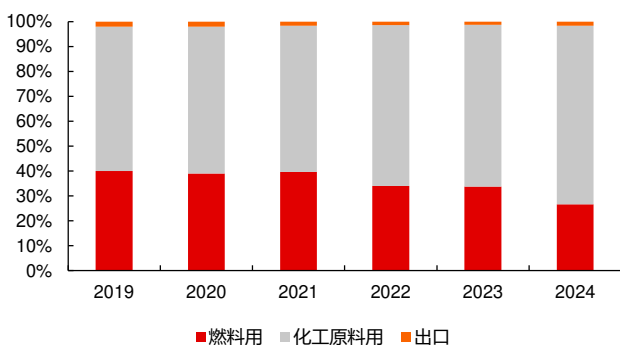
资料来源：公司公告，长江证券研究所

哑铃型业务结构助推清洁能源业务的“一体化顺价模式”。哑铃型业务结构以中游核心资产链条为中轴，连接资源端、客户端并促进两端有机成长。在资源端，公司通过构建“海气+陆气”双资源池，强化资源保障能力及提升综合成本竞争力。中游核心资产主要体现在自有可控的船舶运力、接收站、储罐及槽车等资产，是公司清洁能源业务打通从资源端到客户端的关键支撑，也是实现稳定顺价能力的重要保障。在客户端方面，公司实行不同资源匹配不同客户的基本业务逻辑。在哑铃型业务结构的基础上，通过价格联动、背靠背交易、成本加成、协议顺价等方式，实现了较为稳定的顺价。

## LPG：进化工+扩码头，量价齐升再出发

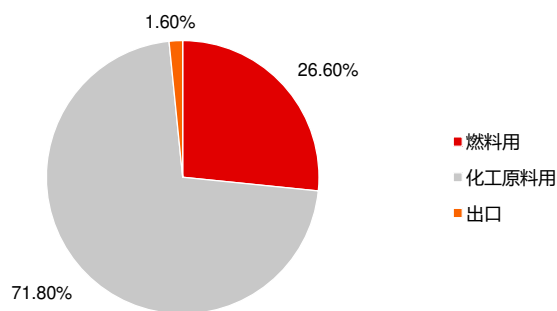
**LPG 主要用于燃料及化工原料。**液化石油气 (Liquefied Petroleum Gas, 简称 LPG)，是一种重要的化工原料和能源燃料，主要成分为丙烷、丁烷、丙烯和丁烯等。LPG 上游主要来自油田伴生气，或是炼油副产品。LPG 可直接用作燃料，被广泛用于家庭烹饪、取暖、热水器供能等，以及餐饮行业炉灶燃料，在天然气覆盖不足、环保要求高的场景中，具有不可替代的作用。随着我国城镇化和乡村振兴战略的稳步推进，LPG 民用气消费量将保持基本稳定。化工原料是 LPG 最大消费用途，且来占比逐年提升，从 2019 年的 58% 提升至 2024 年的 71.8%。LPG 中的丙烷、丁烷等轻烃组分可进一步深加工得到丙烯、MTBE 等产品。

图 37：化工原料用 LPG 需求占比逐年提升



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 38：2024 年 LPG 下游需求结构



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

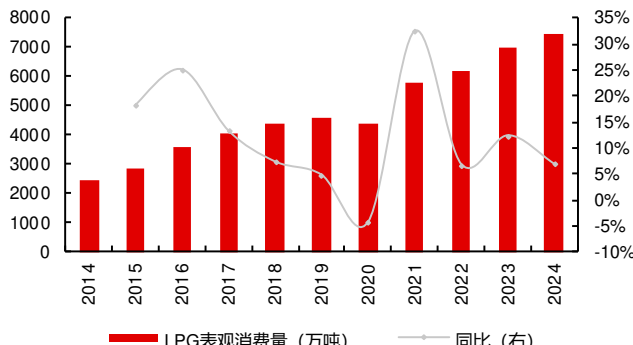
**我国 PDH 产能快速扩张，带动 LPG 消费量快速增长。**自 2013 年起，得益于高盈利、高收率、低能耗等优势，丙烷脱氢工艺 (PDH) 制丙烯在中国落地并迅速发展。2020 年来 PDH 投资强度显著提升，2020-2024 年 PDH 产能复合增速达 31%。2025 年上半年新投产约 256 万吨 PDH 装置，PDH 产能已上升至约 2498 万吨/年，占丙烯生产工艺的 32.64%。若以 1.18 单耗测算，PDH 装置规模对应 2947 万吨/年的 LPG 需求。2021 年起 LPG 需求也显著提升，2024 年我国 LPG 表观消费量 7456.65 万吨，同比增长 6.84%，需求扩张主要由化工拉动。PDH 扩张仍未结束，据金联创统计以 PDH 为代表的烷烃深加工装置产能继续扩张，至 2030 年仍将有约 1700 万吨的产能待释放。

图 39：PDH 产能快速扩张



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 40：LPG 表观消费量持续攀升

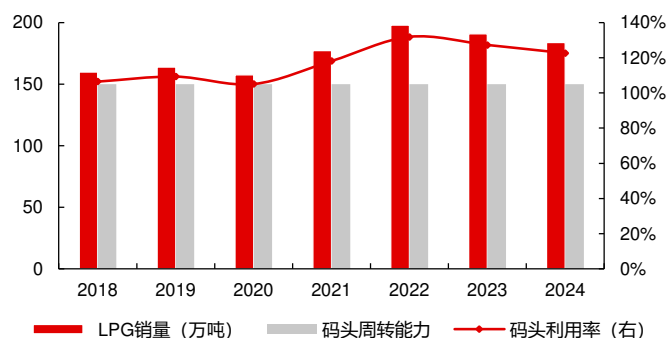


资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

**LPG 供需缺口扩大，进口依存度持续提升。**随着我国炼油产业链产能的扩大，LPG 产量亦有所增加，但由于需求增速高于供给增速，导致供需缺口逐年扩大。根据隆众资讯，2024 年我国 LPG 进口总量 3,568.21 万吨，同比增长 9.20%；对外依存度达 40.26%。

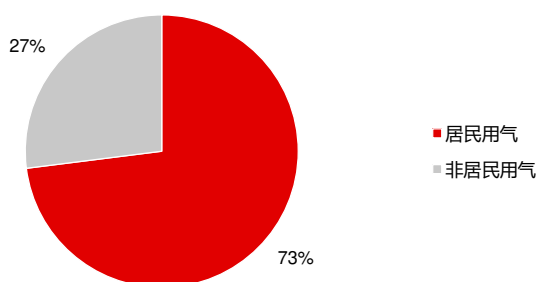
**公司为华南第一大 LPG 进口商，全国第四大 LPG 进口商。**受到下游旺盛需求的影响，公司 LPG 销量水平在 2021 年开始显著提升一个台阶。2024 年度，公司 LPG 产品销量约 184 万吨，若以 150 万吨/年 LPG 设计周转能力计算，公司近年来东莞码头利用率在 120% 以上。**资源端**，公司 LPG 境外货源基本来自于中东及部分非洲地区，并灵活匹配年度长约、半年度与季度期约、现货等不同协议资源采购。

图 41：公司 LPG 销量变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：公司 2024 年度 LPG 业务境内客户结构

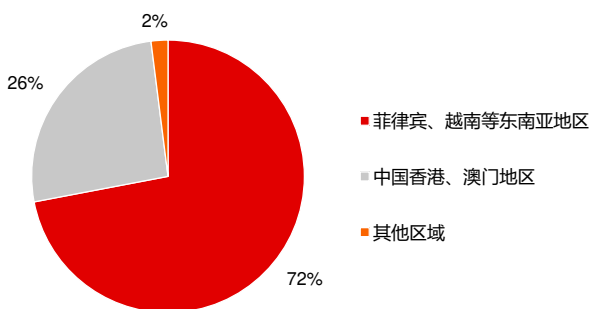


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**市场端，受原料轻质化趋势影响，国内确立“进化工”发展战略。**公司境内主要是居民用气，2024 年占比约 73%，但较历史年份 80% 以上的居民用气占比，占比已有下降。鉴于化工原料用气需求持续提升，公司在夯实民用气市场优势的基础上，积极布局化工原料用气市场，确立“进化工”发展战略，对 LPG 业务销售结构进行优化。在“进化工”战略下，2025 年上半年原料气市场实现销量超 34 万吨，同比增长达 106%，盈利能力同比实现大幅提升。

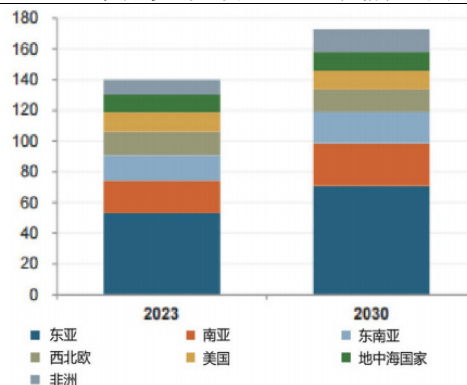
**国际方面，继续深耕菲律宾、越南等东南亚市场。**公司主要海外客户集中于菲律宾、越南等东南亚地区，伴随中东等产油国扩大 LPG 产能，将更多出口至需求坚挺的亚洲（尤其中国），推动东亚、南亚及东南亚地区 LPG 进口量增长。公司将继续深耕菲律宾、越南等东南亚市场，进一步提高市场占有率，提升国际品牌影响力。

图 43：公司 2024 年度 LPG 业务境外客户结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：2023-2030 年预测全球主要 LPG 进口国情况（百万吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

**收购华凯燃气，码头资产进一步加码。**在 2025 年上半年，公司收购了位于广州市南沙区的华凯石油燃气 100% 股权，并于 5 月完成交割。收购后，公司 LPG 接收能力显著增强，收购后客户覆盖范围扩大，增强了在化工原料气等高附加值市场的渗透。此次收购叠加公司自有东莞九丰码头及在建的惠州液化烃码头（5 万吨级），将形成“东莞+广州华凯库双库动态运营体系”，并逐步升级为东莞、华凯、惠州三码头运营模式，将进一步巩固华南领导地位，为公司提供持续增长动力。运力服务方面，公司“新紫荆花号”LPG 运输船建设完成并交付，并新购置 2 艘 LPG 次新船舶，持续扩充 LPG 运力；2024 年公司 LPG 船舶对外提供运力服务总航次 48 次。

表 4：公司三大码头核心资产

接收站名称	地点	周转能力（万吨）	配套设施
东莞九丰立沙岛 LNG/LPG 接收站	东莞市立沙岛	150 (LNG) +150 (LPG)	配套 16 万方 LNG 储罐、14.4 万方 LPG 储罐
华凯 LPG 接收站	广州市南沙区	100	总库容 6.87 万方
惠州港荃湾港区公用液化烃库项目（在建）	惠州市大亚湾区黄毛洲岛	250（一期）+150（二期）	配套 12 万方 C3 储罐、12 万方 C4 储罐、0.4 万方液化烃球罐

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**规模效应和客户结构优化带动毛差改善，有望实现量价齐升。**一方面，扩大接收能力后，通过提高库存管理和物流周转效率，可降低每吨运营成本。LPG 业务历史毛差稳定在 250 元/吨左右，通过规模扩张可进一步挤压成本空间。另一方面，市场份提升后，议价权增强，有望在稳定基础上小幅上调毛差。

图 45：2017-2024 年度 CP 价格指数与公司 LPG 吨毛利对比情况



资料来源：Curveseries，公司公告，长江证券研究所

## 特种气体：锚定航空航天，提供增量空间

### 氦气：“气体黄金”，公司拥有稀缺供应能力

氦气拥有最低沸点、最小分子尺寸、化学惰性等诸多特殊的物理化学性质，在诸多领域用途广泛且不可替代。**工业制造领域**：在半导体、液晶面板、光纤制造中，可快速冷却零部件、精准控温，提升生产效率并减少缺陷；硅晶片生产时作保护气，隔绝空气防硅氧化。**低温领域**：液氦凭低温特性用于超导冷却，如核磁共振设备、超导量子干涉器、粒子加速器；**检漏气体**：因分子半径最小、渗透性最强，是高精度气密装置检漏的最佳气体，低气压下仍保高灵敏度。**航空航天**：用于清洗航天器的液氢罐及管道，因其液化温度远低于氢，可避免其他惰性气体（如氮、氩）在低温下冻结堵塞管道。

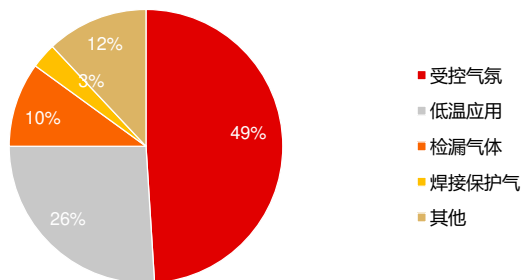
因此，氦气是军工、科研、医疗、半导体等领域的战略性稀有气体资源，也被誉为“气体黄金”、“气体芯片”。

图 46：氦气的性质与应用

性质	应用
具有最低沸点	低温超导体的液体冷却，吹扫液氢系统
世界上第二轻的元素	气球、飞艇的起重介质
最小的分子尺寸	泄漏检测
化学惰性	运载气体、半导体
非常高的比热和导热系数	气体冷却——光纤
放射性惰性	聚变反应堆中的传热介质
最高电离电位	金属电弧焊接、等离子弧焊接
极低溶解度	深海潜水人造气体

资料来源：《全球氦气供需形势分析与展望》（周起忠），长江证券研究所

图 47：2024 年我国氦气主要应用领域

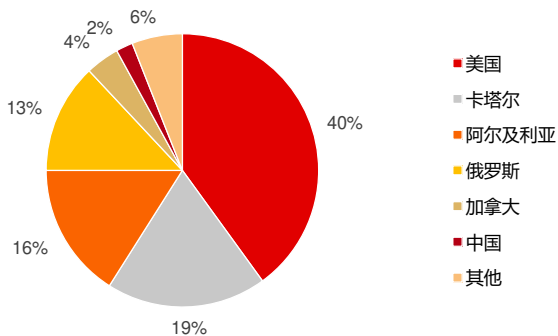


资料来源：公司公告，长江证券研究所

氦气资源分布集中于美、卡、阿、俄四大天然气资源国。由于氦气轻且易挥发，氦气在地球大气中的浓度仅为 0.00052%，空气分离法提取氦气的经济性较差。截至 2023 年底全球已发现的规模氦气储量均为天然气伴生气，全球氦气资源储量约 519 亿立方米，主要集中在部分天然气资源国，美国、卡塔尔、阿尔及利亚、俄罗斯四国资源量共计占全球总量 88%。其中，我国为贫氦国家，氦资源储量较低，中国氦气资源量约 11 亿立方米，仅占全球 2.12%。

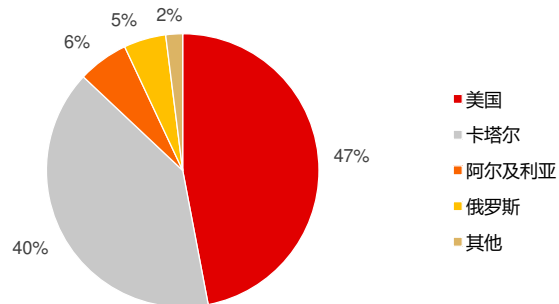
氦气作为关键战略资源，提高我国氦气供应能力十分重要。产量上，美、卡两国产量合计占约 87%。2025 年 8 月 11 日，据人民网报道乌克兰袭击俄罗斯奥伦堡提氦厂，奥伦堡提氦厂是俄罗斯唯一氦气工厂，年产气能力达 500 万方，2023 年俄罗斯氦气产量约 800 万方，对俄罗斯供应能力影响达 63%。虽然对国内供应暂无影响，但为确保关键领域的用氦安全，增强国内氦气资源开发尤为紧迫。

图 48: 全球氦气储量分布 (2023)



资料来源:《全球氦气供需形势分析与展望》周起忠等 (2025), 长江证券研究所

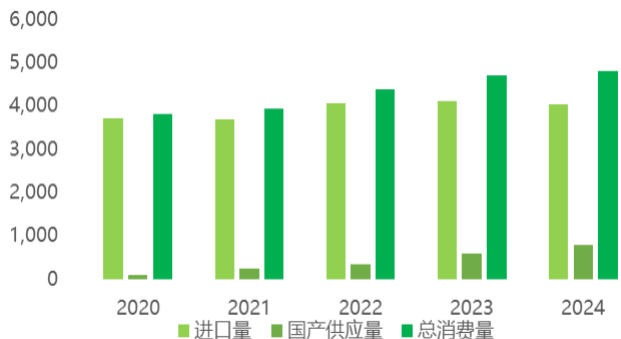
图 49: 全球氦气产量分布 (2023)



资料来源:《全球氦气供需形势分析与展望》周起忠等 (2025), 长江证券研究所

**供需缺口巨大, 国产替代空间广阔。**需求端, 2020 年以来, 在半导体、光纤、医疗、航空航天等关键下游领域快速发展的推动下, 氦气需求持续增长。2024 年, 我国氦气总消费量约 4,808 吨 (折合 2,692 万方), 国产约 775 吨 (折合 434 万方), 较 2023 年增长 32.93%, 进口 4,033 吨 (折合 2,258 万方), 对外依存度约 84%。根据隆众资讯, 我国氦气总供应量有望呈现稳步增长态势, 至 2029 年预计增长至 6,600 吨 (折合 3,696 万方), 国产氦气产能至 2029 年或将达到 6,175 吨 (折合 3,458 万方)。鉴于氦气作为一种战略性资源气体, 对国家资源安全及国民经济发展至关重要, 进一步提升国产规模和自主化意义重大, 国产替代空间巨大。

图 50: 中国 2020-2024 年氦气产销情况 (吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 51: 森泰能源 BOG 闪蒸气提氦项目



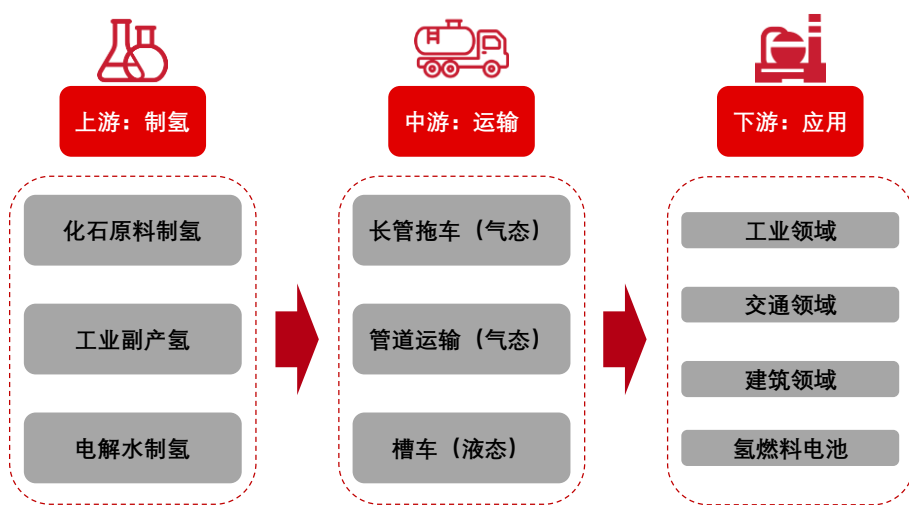
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**“BOG 提氦+管道气提氦”双工艺路线, “自产气氦+进口液氦”双资源池, 打造氦气资源多元化布局。**天然气提氦是当前商业氦获取的几乎唯一来源, 从天然气中提氦解决方案主要包括 BOG 提氦、管道气提氦等。利用国内 LNG 工厂通过 BOG 闪蒸气法提取高纯度氦气, 是短期内提升氦气国产率最直接、有效的方法, 子公司森泰能源拥有较稀缺的国产氦气生产供应能力。同时, 公司积极整合国内外先进管道气提氦技术, 布局管道气提氦领域; 未来伴随膜分离技术的突破, 可实现低氦管道天然气提氦, 提高氦气国产率。此外, 公司同步积极构建液氦槽罐资产及液氦资源, 打造“自产气氦+进口液氦”双资源池。2025 年, 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。

## 氢气：经济性提升，双碳政策推动发展

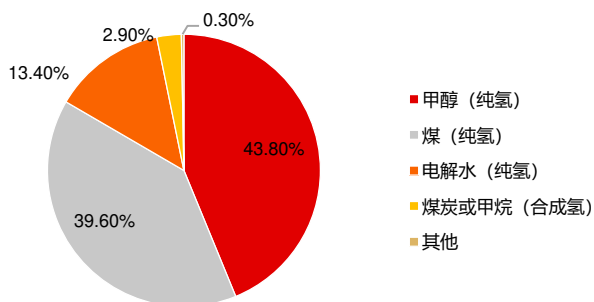
我国氢气产业链完整，供应与应用多元化。产业链上游制氢环节有多种技术，主要分灰氢、蓝氢、绿氢三种路线。灰氢用化石燃料重整制氢，如煤制氢和天然气制氢，生产有碳排放；蓝氢在灰氢基础上进行碳捕捉、利用、封存，减少碳排放，是过渡清洁能源；绿氢利用可再生能源发电电解水制氢，基本无碳排放。现阶段，灰氢和蓝氢技术成熟，绿氢在材料、性能、效率和成本方面进步快。从氢气来源看，全球以甲醇制氢、煤制氢为主，我国更依赖煤制氢和工业副产氢。氢气有气体和能源双重属性，下游应用广泛。作为工业气体，可作半导体、化工、冶金等领域的还原气、携带气、保护气和反应物等；作为能源，可作航空航天燃料、推进剂和燃料电池汽车能源等。

图 52：氢气产业链



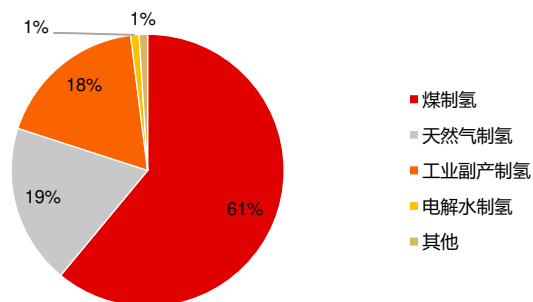
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 53：全球氢气来源分布（2023）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 54：我国氢气来源分布（2023）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

**国家政策支持，氢能空间巨大。**从政策部署看，国家围绕氢能“制—储—输—用”全链条密集出台支持措施，如 2025 年《中国氢能发展报告（2025）》从政策统筹、技术攻关等方面为“十五五”氢能产业奠基，《2025 年能源工作指导意见》强化氢能标准体系建设并推动燃料电池汽车试点等应用落地；同时各地推进绿氢经济、布局可再生能源制氢大基地，叠加中央企业组建创新联合体协同攻关技术瓶颈，全方位支撑产业发展。氢能兼具

清洁低碳的可持续属性与交通、工业等多场景实用价值，在政策催化下需求加速释放，预计将带动万亿级新兴产业，成为能源低碳转型的核心抓手。

## 航天特气：锚定航空航天，提供增量空间

**航空航天特气进入快速发展期。**目前，随着商业卫星、太空探索产业等需求推动以及火箭发射与回收技术的进步，航空航天产业进入了发展的快车道，由此带动航空航天特气市场快速发展。液体火箭发动机是可回收火箭的主流技术路径；商业航天的大运力、可回收发展趋势，带来液体推进剂需求的大量增加。航天领域气体需求主要集中在氦气、氢气以及超纯液态甲烷等其他稀有气体、工业气体等。

表 5：特种气体在火箭卫星生产制造中的应用

应用领域	气体种类	具体应用
火箭发射	液氧、液氢、高纯液态甲烷、航天煤油	组合用于液体火箭推进剂，在火箭起飞重量中约占 80-90%
	氦气	用于火箭液体燃料和氧化剂增压及输送、吹扫置换液氢罐和管道系统
	液氮	用于火箭贮箱、输送系统、发动机系统的增压，以及用于发动机系统的气密性检查和低温推进剂加注系统的绝热性检查
火箭制造	氮气	检查火箭推进剂油箱、发动机系统等的气密性
	氮气、氦气	用于火箭气动试验
卫星生产制造	液氮	用于航空航天试验，低温液氮可以提供所需的超低温度和高度可控的试验环境
	氮气	用于生产、焊接工序的保护气
	氦气、氙气	是卫星离子发动机的主要电离推进剂，实现卫星的轨道位置保持和机动控制

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**公司特气业务锚定航天特气，资源禀赋与航天需求匹配。**航天领域的气体需求，主要聚焦于氦气、氢气、高纯液态甲烷，以及其他稀有气体与工业气体。公司具备稀缺的国产氦气生产供应能力，同时正积极布局液氮槽罐资产与液氢资源，着力打造“自产气氦+进口液氮”的双资源保障体系。公司运营着多个氢气项目，掌握多种制氢技术，且在天然气、甲醇制氢路线上，拥有可控的原料供应与成本优势。此外公司拥有自主可控的 LNG 原料气资源，具备通过 LNG 提纯生产高纯液态甲烷的相关技术能力。

表 6：公司特气资源项目统计

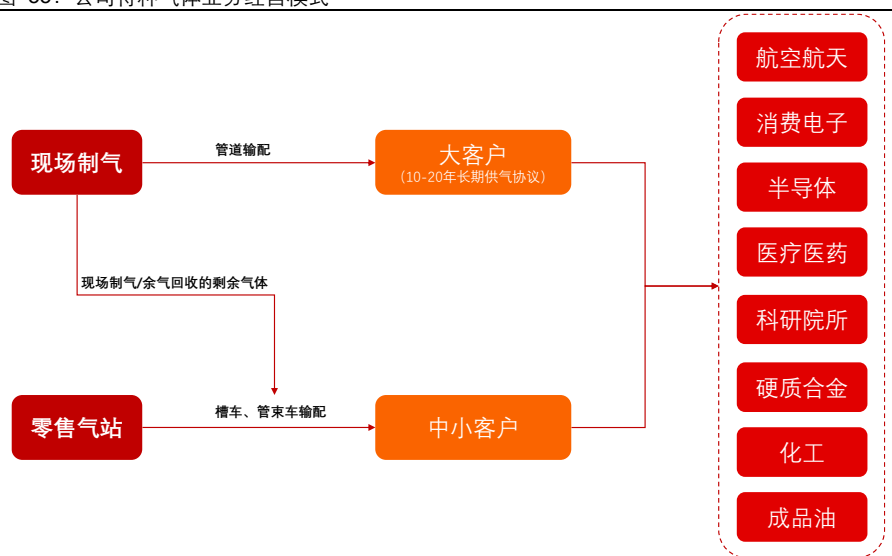
产品	能力	资源解决方案/工艺技术	投建进展	备注
氦气	150 万方/年	资源保障：天然气伴生自产氦气+进口液氮	2025 年上半年公司完成四川泸州 100 万方/年精氦项目的建设	
氦气	38.4 万方/年		截至 2025 年 3 月，相关设备已完成安装、调试，具备存储与供应条件	海南商业航天发射场特燃特气配套项目
氢气	2 万方/小时	工艺技术：天然气重整制氢、氯碱尾气提纯制氢		
液氢	666 吨/年	资源保障：公司 LNG 双资源池，甲醇采购、运输、保供综合优势；工艺技术：甲醇制氢+带液氮预冷的透平膨胀机布雷顿制冷循环工艺	截至 2025 年 3 月，相关设备已完成安装、调试，并顺利出液	海南商业航天发射场特燃特气配套项目
液氧	4.8 万吨/年	工艺技术：空气增压循环+高低温双膨胀+双塔		
液氮	4.8 万吨/年	精馏工艺		

高纯液 资源保障：国际资源池+自产 LNG；工艺技术： 正加快建设中  
 态甲烷 20,000 吨/年 液态甲烷纯化工艺

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司的业务模式由“现场制气”和“零售供气”双重支撑，针对客户类型实行差异化服务。在“现场制气”模式下，公司在客户场所现场或附近投建制气装置并负责生产运营，通过管道直接向客户输配供气；在“零售供气”模式下，公司在区域内投建零售气站，使用钢瓶、储罐、槽车、管束车等向中小气体用户零售供气。

图 55：公司特种气体业务经营模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司在做优做强清洁能源业务的基础上，不断通过外延式并购方式推进优质资产与战略布局，扎实推进能源服务业务，积极布局特种气体业务。目前公司已形成以清洁能源为核心，能源服务、特种气体协同发展的“一主两翼”发展格局。展望未来，LNG、PNG 业务通过资源布局实现高成长，LPG 业务通过码头扩张未来有望量价齐升。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.34 元、2.70 元和 3.17 元。对应 2025 年 9 月 12 日收盘价的 PE 分别为 13.43X、11.60X 和 9.91X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

1、**能源价格大幅波动。**LNG 和 LPG 等作为大宗商品，其价格受到全球经济增长率、地缘、政治、金融、供需等诸多因素影响，表现出较强的周期性和波动性。

2、**市场竞争加剧风险。**公司 LNG、LPG 产品具有同质性，存在充分的市场竞争，虽然受产品销售运输半径的限制，同一经营区域内的竞争者数量相对有限，但若公司经营区域内出现新的竞争者，或现有竞争者的产品供应提升，或公司不能维持供应优势、价格优势和较高水准的运营管理服务，将可能在市场竞争中处于不利地位。

3、**收购整合风险。**公司积极通过收购整合方式加快业务布局。截至期末，森泰能源等多家公司已成为公司的全资子公司或控股子公司，公司将区分不同公司的特点，制定不同的管控模式和整合策略，强化业务协同。但是，能否达到整合预期仍具有一定不确定性，存在整合进度、协同效果不达预期的风险。

4、**安全生产风险。**公司核心主业为清洁能源、能源服务及特种气体业务，三大主业所涉及的采购、运输、生产、储存、输配、销售各环节均对安全有较高要求。如果公司在产品流转及运营服务环节中操作不当、管理不到位，则会形成安全隐患。

5、**盈利预测假设不成立或不及预期的风险：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计公司 LNG 业务毛差提升，LPG 业务规模扩大。预计公司 2025、2026 年营收 225.74、236.17 亿元，增速 2.39%、4.62%；归母净利润 15.57、18.04 亿元，增速-7.51%、15.82%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若公司销售量不及预期，或公司毛差下跌超预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2025、2026 年公司营业收入同比增速分别降低至 1.50%、4.10%；毛利率对应 9.70%、10.20%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至-9.82%、13.4%。

表 7：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	22,047	22,574	23,617	22,047	22,378	23,295
——YOY	-17.01%	2.39%	4.62%	-17.01%	1.50%	4.10%
毛利率	9.33%	10.05%	10.78%	9.33%	9.70%	10.20%
归母净利	1,684	1,557	1,804	1,684	1,518	1,722
——YOY	28.93%	-7.51%	15.82%	28.93%	-9.82%	13.40%

资料来源：Wind，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>22047</b>	<b>22574</b>	<b>23617</b>	<b>25082</b>	货币资金	5862	6556	7378	8614
营业成本	19990	20305	21071	22164	交易性金融资产	22	222	372	472
<b>毛利</b>	<b>2057</b>	<b>2269</b>	<b>2546</b>	<b>2918</b>	应收账款	430	418	438	465
%营业收入	9%	10%	11%	12%	存货	930	866	889	927
营业税金及附加	33	33	35	37	预付账款	261	272	282	297
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	254	279	300	323
销售费用	229	235	246	261	<b>流动资产合计</b>	<b>7760</b>	<b>8614</b>	<b>9659</b>	<b>11097</b>
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	668	718	768	818
管理费用	315	322	337	358	投资性房地产	1	1	1	1
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	4134	4132	4080	3975
研发费用	10	10	11	11	无形资产	360	391	420	445
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	976	976	976	976
财务费用	-11	-3	-15	-24	递延所得税资产	40	124	124	124
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1215	1214	1227	1237
加：资产减值损失	-66	-67	-66	-66	<b>资产总计</b>	<b>15154</b>	<b>16170</b>	<b>17254</b>	<b>18674</b>
信用减值损失	-3	-5	-5	-5	短期贷款	1156	1256	1356	1456
公允价值变动收益	-1	0	0	0	应付款项	840	779	808	850
投资收益	46	47	49	52	预收账款	46	30	31	33
<b>营业利润</b>	<b>1886</b>	<b>1759</b>	<b>2029</b>	<b>2381</b>	应付职工薪酬	107	95	98	103
%营业收入	9%	8%	9%	9%	应交税费	163	139	146	155
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	607	1144	1175	1215
<b>利润总额</b>	<b>1886</b>	<b>1759</b>	<b>2029</b>	<b>2380</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>2919</b>	<b>3442</b>	<b>3615</b>	<b>3812</b>
%营业收入	9%	8%	9%	9%	长期借款	638	1038	1438	1838
所得税费用	199	195	219	260	应付债券	1762	1262	962	762
净利润	1688	1564	1810	2120	递延所得税负债	37	44	44	44
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1684</b>	<b>1557</b>	<b>1804</b>	<b>2112</b>	其他非流动负债	183	189	191	193
少数股东损益	4	7	6	9	<b>负债合计</b>	<b>5540</b>	<b>5975</b>	<b>6249</b>	<b>6649</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>2.71</b>	<b>2.34</b>	<b>2.70</b>	<b>3.17</b>	归属于母公司所有者权益	9257	9831	10634	11646
					少数股东权益	357	365	371	379
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>9614</b>	<b>10195</b>	<b>11005</b>	<b>12025</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>15154</b>	<b>16170</b>	<b>17254</b>	<b>18674</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2047</b>	<b>2245</b>	<b>2542</b>	<b>2913</b>					
取得投资收益收回现金	39	47	49	52	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-47	-50	-50	-50		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1378	-618	-616	-615	每股收益	2.71	2.34	2.70	3.17
其他	469	-199	-165	-115	每股经营现金流	3.17	3.37	3.81	4.37
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-917</b>	<b>-820</b>	<b>-782</b>	<b>-728</b>	市盈率	10.53	13.43	11.60	9.91
债券融资	0	-500	-300	-200	市净率	1.99	2.13	1.97	1.80
股权融资	33	22	0	0	EV/EBITDA	8.36	8.02	6.82	5.61
银行贷款增加 (减少)	5322	500	500	500	总资产收益率	11.4%	10.0%	10.8%	11.8%
筹资成本	-588	-993	-1149	-1260	净资产收益率	18.2%	15.8%	17.0%	18.1%
其他	-5462	268	12	12	净利率	7.6%	6.9%	7.6%	8.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-695</b>	<b>-703</b>	<b>-937</b>	<b>-948</b>	资产负债率	36.6%	37.0%	36.2%	35.6%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>434</b>	<b>722</b>	<b>822</b>	<b>1236</b>	总资产周转率	1.49	1.44	1.41	1.40

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。