

九丰能源（605090.SH）

优于大市

业绩短期承压，投资煤制气项目进一步扩充资源池

核心观点

业绩因偶发事件等因素导致短期承压。2025 年前三季度公司实现营业收入 156.08 亿元，同比下降 8.45%，主要系清洁能源产品销售价格同比有所下降所致；实现归母净利润 12.41 亿元，同比下降 19.13%；实现扣非归母净利润 11.54 亿元，同比下降 4.44%。第三季度营业收入 51.80 亿元，同比下降 10.39%，环比提高 4.78%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比下降 11.29%，环比提高 7.23%；扣非归母净利润 3.43 亿元，同比下降 18.26%，环比提高 0.10%。除本期无上年同期优化船舶资产的非经常性资产处置收益影响业绩外，第三季度，受台风“桦加沙”“博罗依”等极端天气影响，公司 LPG 运输船舶期末不能顺利进港，偶发性船期滞后形成跨期销售以及广州华凯接收站储罐检修影响报告期税前利润约 0.82 亿元。公司对外提供运力服务的 LPG 船舶开展计划性坞修及结算接船费用，影响报告期税前利润约 0.15 亿元。除此之外，新疆煤制天然气项目及 LNG 工厂项目、特种气体项目等项目开发形成一定费用、股权激励计划及员工持股计划的股份支付成本费用 0.16 亿元，可转债按照实际利率计提财务费用 0.16 亿元。

投资煤制气项目，扩充陆气权益气资源池。公司拟出资不超过 34.55 亿元投资建设新疆庆华年产 55 亿立方米煤制天然气示范项目二期工程（年产 40 亿方煤制天然气项目），将持有 50%权益（对应年产 20 亿方天然气）。根据公司测算，项目建成后平均年利润总额将达到 14.77 亿元，全投资内部收益率 8.20%，投资回收期 7.57 年（不含基建期）。项目建设期为 3 年，目前二期工程项目详细设计正积极推进。项目投产后，一方面将带动公司业绩增长，另一方面将进一步扩充公司“海气+陆气”资源池，完善公司“权益气+长约气+现货气”的多元化资源体系。

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 15.6/19.6/21.6 亿元（原为 17.3/20.1/22.4 亿元），同比增速-7.5%/25.9%/10.2%，对应当前股价 PE 为 14.4/11.4/10.4X，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	24,071	28,560	30,476
(+/-%)	10.9%	-17.0%	9.2%	18.6%	6.7%
归母净利润(百万元)	1306	1684	1558	1961	2162
(+/-%)	19.8%	28.9%	-7.5%	25.9%	10.2%
每股收益(元)	2.08	2.53	2.34	2.95	3.25
EBIT Margin	6.1%	7.1%	7.8%	8.2%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	16.8%	18.2%	15.6%	17.9%	18.0%
市盈率 (PE)	16.4	13.4	14.5	11.5	10.5
EV/EBITDA	14.2	14.5	12.3	10.6	9.7
市净率 (PB)	2.75	2.44	2.27	2.07	1.88

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：刘汉轩

010-88005198

liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

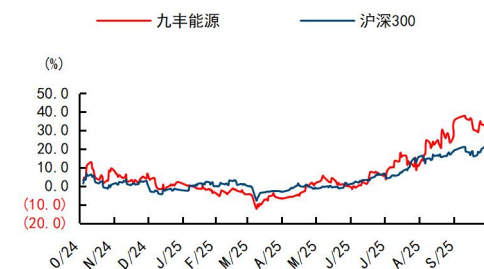
cn.cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	32.16 元
总市值/流通市值	22359/22310 百万元
52 周最高价/最低价	36.48/22.90 元
近 3 个月日均成交额	331.34 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）-扣非业绩稳健，氢气产能增至 150 万方/年》——2025-08-20

《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

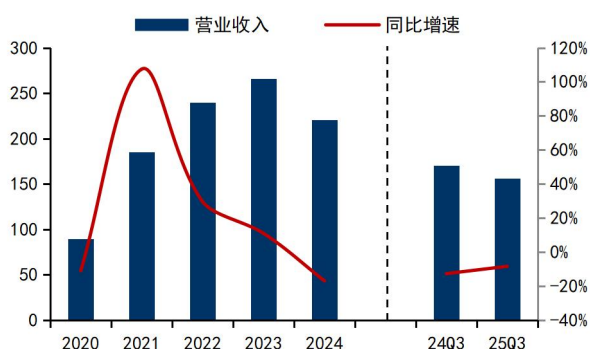
《九丰能源（605090.SH）-上半年实现归母净利润 11.1 亿元（+55.2%），半年度每股分红 0.4 元》——2024-08-19

《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

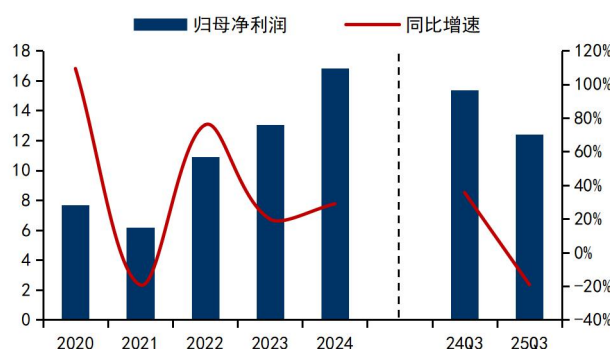
业绩因偶发事件等因素导致短期承压。2025 年前三季度公司实现营业收入 156.08 亿元，同比下降 8.45%，主要系清洁能源产品销售价格同比有所下降所致；实现归母净利润 12.41 亿元，同比下降 19.13%；实现扣非归母净利润 11.54 亿元，同比下降 4.44%。第三季度营业收入 51.80 亿元，同比下降 10.39%，环比提高 4.78%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比下降 11.29%，环比提高 7.23%；扣非归母净利润 3.43 亿元，同比下降 18.26%，环比提高 0.10%。除本期无上年同期优化船舶资产的非经常性资产处置收益影响业绩外，第三季度，受台风“桦加沙”“博罗依”等极端天气影响，公司 LPG 运输船舶期末不能顺利进港，偶发性船期滞后形成跨期销售以及广州华凯接收站储罐检修影响报告期税前利润约 0.82 亿元。公司对外提供运力服务的 LPG 船舶开展计划性坞修及结算接船费用，影响报告期税前利润约 0.15 亿元。除此之外，新疆煤制天然气项目及 LNG 工厂项目、特种气体项目等项目开发形成一定费用、股权激励计划及员工持股计划的股份支付成本费用 0.16 亿元，可转债按照实际利率计提财务费用 0.16 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



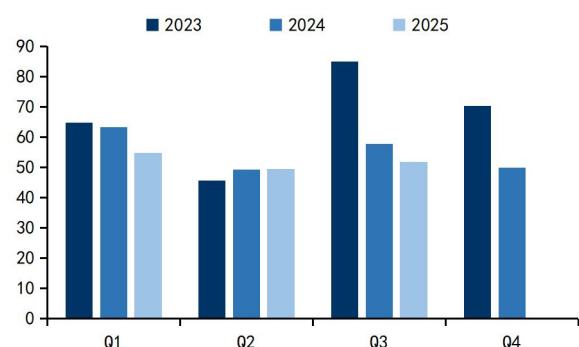
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



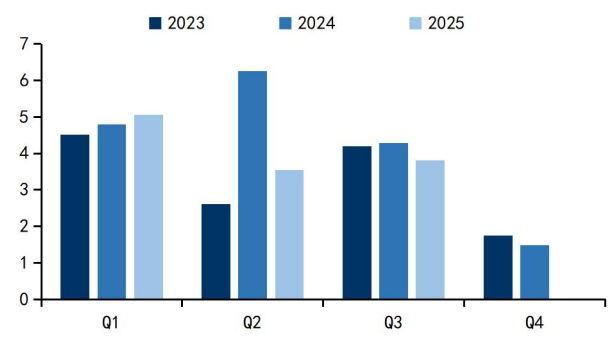
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



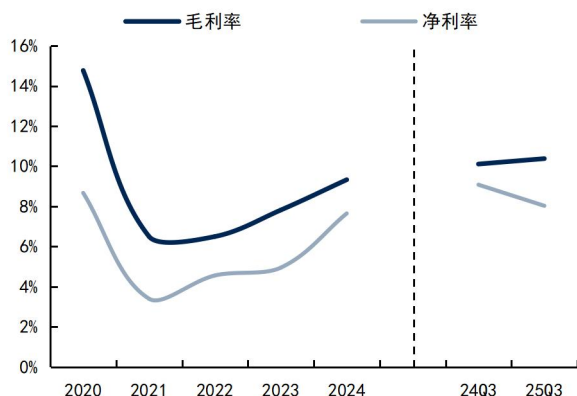
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率有所提高，净利率因无上年同期资产处置收益而有所降低。公司 LNG 业务吨毛利同比有所提升，终端用户销量保持基本稳定，LNG 业务毛利润有所增长，公司前三季度毛利率为 10.38%，同比提高 0.27pct。本期无上年同期优化船舶资产的非经常性资产处置收益，及费用有所提高等因素导致公司净利率为 8.03%，同比下降 1.05pct。公司销售费用率为 1.16%，同比提高 0.16pct；管理费用率为 1.24%，同比提高 0.1pct；财务费用率 0.25%，同比降低 0.07pct；研发费用率 0.06

提高 0.01pct；销售期间费用率合计 2.71%，同比提高 0.2pct。

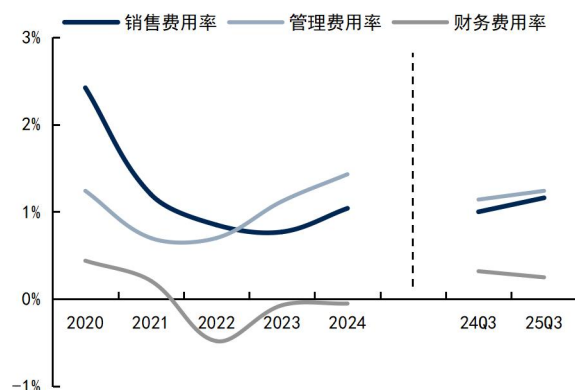
ROE 同比降低，经营和投资现金流增加。公司前三季度 ROE 为 12.61%，同比降低 5.47pct，除净利率下降的影响外，公司资产周转率为 1.00 次，权益乘数 1.58，较上年同期均有所下降。公司经营性现金净流入 10.15 亿元，同比增加 23.93%，主要系上年同期存在销售结算跨期及采购结算跨期综合影响所致；投资性现金净流出 19.69 亿元，同比增加 59.69%；融资性现金净流出 3.07 亿元，同比减少 54.45%。

图5：公司毛利率、净利率情况



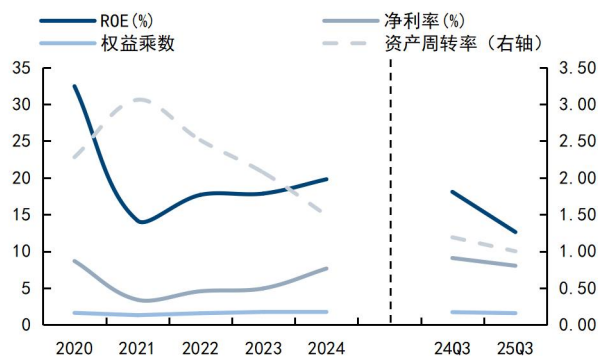
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



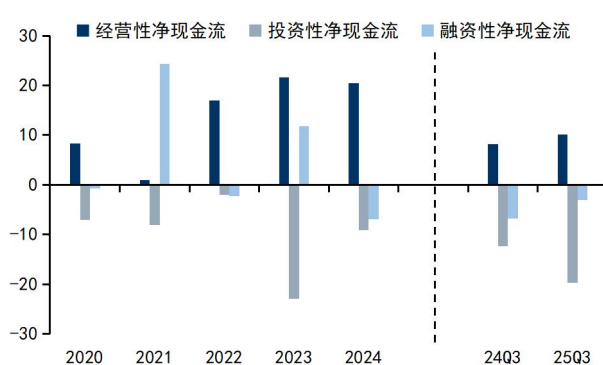
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

三季度业绩压制因素影响基本消除。目前，极端台风天气影响已结束，公司跨期 LPG 资源已于 10 月初顺利进港，LPG 船舶计划性坞修结束并恢复向客户提供运力服务，预计四季度公司能源物流服务业务盈利水平环比将实现恢复性增长。特种气体业务方面，公司积极为四季度的发射任务提供资源保障，提高常态化、高密度发射场景下的综合保障能力。

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。公司东莞-广州 LPG 双库动态运营体系已正式落地，惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目即将投产，届时将形成三码头协同体系，进一步完

善公司 LPG 供应链，增强对华南市场的综合服务能力。

LNG 价格修复，盈利能力有望提高。截至 10 月 27 日，中国液化天然气出厂价格指数 4372 元/吨，较 9 月 30 日提高 334 元/吨。10 月下旬我国北方气温下降明显，国家气候中心预测，2025 年秋季后期将进入拉尼娜状态，气温阶段性特征明显，冷暖起伏大，可能出现多次阶段性强降温事件。四季度 LNG 价格有望继续回升，支撑公司 LNG 业务和能源作业业务盈利能力提升。

图9：中国液化天然气出厂价格指数



资料来源：Wind、SHPGX，国信证券经济研究所整理

投资煤制气项目，扩充陆气权益气资源池。公司拟出资不超过 34.55 亿元投资建设新疆庆华年产 55 亿立方米煤制天然气示范项目二期工程（年产 40 亿方煤制天然气项目），将持有 50%权益（对应年产 20 亿方天然气）。根据公司测算，项目建成后平均年利润总额将达到 14.77 亿元，全投资内部收益率 8.20%，投资回收期 7.57 年（不含基建期）。项目建设期为 3 年，目前二期工程项目详细设计正积极推进。项目投产后，一方面将带动公司业绩增长，另一方面将进一步扩充公司“海气+陆气”资源池，完善公司“权益气+长约气+现货气”的多元化资源体系。

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 15.6/19.6/21.6 亿元（原为 17.3/20.1/22.4 亿元），同比增速 -7.5%/25.9%/10.2%，对应当前股价 PE 为 14.4/11.4/10.4X，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	18.42	570	1.45	1.74	1.99	2.20	14.9	10.6	9.3	8.4	18.42	570	优于大市
600583.SH	海油工程	5.60	248	0.49	0.54	0.60	0.66	11.2	10.4	9.3	8.5	5.60	248	无
688106.SH	金宏气体	20.36	98	0.42	0.48	0.67	0.85	40.7	42.6	30.5	23.9	20.36	98	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	24071	28560	30476
应收款项	559	505	471	559	597	营业成本	24489	19990	21762	25690	27288
存货净额	975	930	1008	1190	1261	营业税金及附加	30	33	28	33	35
其他流动资产	480	440	480	570	608	销售费用	204	229	214	254	271
流动资产合计	8032	7760	7314	7924	8134	管理费用	324	354	283	338	365
固定资产	4311	4697	6614	8695	10225	财务费用	(17)	(11)	10	69	116
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	16850	19767	21734	营业利润	1488	1886	1766	2226	2455
短期借款及交易性金融负债	1085	1289	1584	2519	2928	营业外净收支	(1)	0	8	8	8
应付款项	849	840	911	1075	1140	利润总额	1487	1886	1775	2235	2463
其他流动负债	1119	789	851	1004	1065	所得税费用	172	199	214	269	296
流动负债合计	3054	2919	3346	4599	5133	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	1558	1961	2162
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	6527	8480	9364	净利润	1306	1684	1558	1961	2162
少数股东权益	379	357	359	361	364	资产减值准备	51	(44)	84	35	1
股东权益	7775	9257	9964	10926	12006	折旧摊销	329	390	487	581	676
负债和股东权益总计	14409	15154	16850	19767	21734	公允价值变动损失	51	(44)	84	35	1
						财务费用	(17)	(11)	10	69	116
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	111	(200)	48	(41)	(22)
每股收益	2.08	2.53	2.34	2.95	3.25	其它	310	261	(118)	(10)	73
每股红利	0.70	1.13	1.28	1.50	1.62	经营活动现金流	2158	2047	2143	2561	2889
每股净资产	12.36	13.90	14.96	16.41	18.03	资本开支	(1186)	(2756)	(2557)	(2767)	(2277)
ROIC	13.88%	11.27%	12%	13%	13%	其它投资现金流	(485)	533	(13)	(21)	(34)
ROE	16.80%	18.19%	15.63%	17.95%	18.00%	投资活动现金流	(2298)	(917)	(2726)	(2944)	(2468)
毛利率	8%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	10	33	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%	9%	负债净变化	570	(155)	560	700	350
EBITDA Margin	7%	9%	10%	10%	11%	支付股利、利息	(440)	(750)	(850)	(1000)	(1081)
收入增长	11%	-17%	9%	19%	7%	其它融资现金流	(42)	545	294	935	409
净利润增长率	20%	29%	-7%	26%	10%	融资活动现金流	1186	(695)	40	612	(393)
资产负债率	46%	39%	41%	45%	45%	现金净变动	830	400	(543)	229	28
股息率	1.9%	3.3%	3.8%	4.4%	4.8%	货币资金的期初余额	4633	5463	5862	5319	5548
P/E	16.4	13.4	14.5	11.5	10.5	货币资金的期末余额	5463	5862	5319	5548	5576
P/B	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	(1172)	(363)	(160)	687
EV/EBITDA	14.2	14.5	12.3	10.6	9.7	权益自由现金流	0	(781)	482	1415	1343

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