

蓝天燃气（605368）

2025 年三季报点评：需求偏弱&接驳下滑致业绩承压，高分红保证股东回报

买入（维持）

2025 年 11 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书：S0600524090002

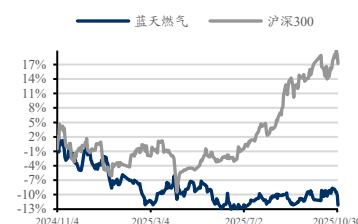
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,947	4,755	4,179	4,279	4,424
同比（%）	4.06	(3.87)	(12.12)	2.38	3.40
归母净利润（百万元）	606.31	503.38	301.06	302.98	312.67
同比（%）	2.33	(16.98)	(40.19)	0.64	3.20
EPS-最新摊薄（元/股）	0.85	0.70	0.42	0.42	0.44
P/E（现价&最新摊薄）	11.22	13.52	22.60	22.45	21.76

投资要点

- **事件：**2025/10/30，公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营收 30.46 亿元，同减 14.95%；归母净利润 2.62 亿元，同减 41.95%；扣非归母净利润 2.56 亿元，同减 41.53%。
- **需求偏弱&接驳下滑致 2025 前三季度业绩承压。**2025 年前三季度公司归母净利润 2.62 亿元，同减 41.95%，不及我们预期，主要系：1）房地产市场低迷，安装业务同比下降；2）居民气价格未能及时顺价，居民气成本未能及时疏导；3）受制于整体经济形势，为稳定市场，保持市场占有率，公司采取了“一厂一策”的价格机制，降低了销售毛利；4）下游天然气需求疲软，天然气销量同比下降。
- **各地天然气顺价政策逐步推进，公司有望受益居民价差回升。**据我们统计，2022~2025M9，全国共有 65%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.21 元每方，我们认为顺价将继续推进，城燃公司价差回升。2024 年 10 月 21 日起，郑州市区居民管道天然气价格进行了调整。第一/第二阶梯涨价幅度 0.36/0.47 元每方。在省会的带动下，河南顺价政策继续推进，期待公司特许经营权所在的城市落地顺价政策，居民价差回升。
- **盈利预测与投资评级：**河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2023/2024/2025H1 实际分红比例达 97.1%/126.9%/139.7%，高分红彰显安全边际。考虑到 2025 三季报不及预期，我们下调 2025-2027 年公司归母净利润预测至 3.01/3.03/3.13 亿元（原值 3.98/4.06/4.10 亿元），同比-40%/+1%/+3%，对应 P/E 22.60/22.45/21.76X（估值日 2025/10/31）。假设 2025 年分红比例取 2023-2024 年均值 112%，对应股息率 5.0%（估值日 2025/10/31），维持“买入”评级。
- **风险提示：**上游气源价格波动，天然气政策变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.52
一年最低/最高价	9.48/11.98
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	6,803.33
总市值(百万元)	6,803.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.50
资产负债率(%，LF)	43.38
总股本(百万股)	714.64
流通 A 股(百万股)	714.64

相关研究

《蓝天燃气(605368)：2025 年中报业绩点评：气量偏弱&接驳下滑致业绩承压，分红比例 140%保证股东回报》
2025-09-02

《蓝天燃气(605368)：2024 年年度业绩点评：业绩承压，分红比例达 127%》
2025-03-28

蓝天燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,866	1,781	1,315	1,287	营业总收入	4,755	4,179	4,279	4,424
货币资金及交易性金融资产	1,262	1,216	741	698	营业成本(含金融类)	3,832	3,514	3,612	3,739
经营性应收款项	285	291	297	307	税金及附加	14	12	12	12
存货	215	177	180	185	销售费用	44	50	51	54
合同资产	0	0	0	0	管理费用	190	196	201	208
其他流动资产	104	96	97	97	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	4,350	4,316	4,485	4,403	财务费用	37	31	28	21
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	20	19	19	18
固定资产及使用权资产	2,928	2,840	2,829	2,717	投资净收益	4	4	5	4
在建工程	146	206	386	416	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	871	871	871	871	减值损失	(2)	(4)	(2)	(2)
商誉	225	225	225	225	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	659	394	397	410
其他非流动资产	85	80	80	80	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	6,216	6,097	5,800	5,690	利润总额	660	395	398	410
流动负债	1,491	1,591	1,501	1,550	减:所得税	150	91	91	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	625	511	439	406	净利润	510	305	307	316
经营性应付款项	229	278	263	295	减:少数股东损益	6	4	4	4
合同负债	491	637	635	677	归属母公司净利润	503	301	303	313
其他流动负债	146	165	164	172	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	0.42	0.42	0.44
非流动负债	1,045	883	733	633	EBIT	693	426	426	432
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	886	554	557	563
应付债券	649	499	349	249	毛利率(%)	19.41	15.91	15.59	15.48
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	10.59	7.20	7.08	7.07
其他非流动负债	394	383	383	383	收入增长率(%)	(3.87)	(12.12)	2.38	3.40
负债合计	2,536	2,474	2,234	2,183	归母净利润增长率(%)	(16.98)	(40.19)	0.64	3.20
归属母公司股东权益	3,614	3,553	3,492	3,430					
少数股东权益	66	70	73	77					
所有者权益合计	3,680	3,623	3,566	3,507					
负债和股东权益	6,216	6,097	5,800	5,690					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	597	704	433	526	每股净资产(元)	4.99	4.90	4.81	4.73
投资活动现金流	(192)	(89)	(294)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	715	715	715	715
筹资活动现金流	(865)	(661)	(613)	(525)	ROIC(%)	10.48	6.86	7.30	7.81
现金净增加额	(459)	(46)	(474)	(44)	ROE-摊薄(%)	13.93	8.47	8.68	9.12
折旧和摊销	194	128	131	132	资产负债率(%)	40.79	40.58	38.52	38.37
资本开支	(199)	(99)	(299)	(49)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.52	22.60	22.45	21.76
营运资本变动	(145)	250	(29)	64	P/B (现价)	1.91	1.94	1.98	2.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>