

2026 年 04 月 13 日

华润燃气 (01193. HK)

投资评级：买入（维持）

——接驳下滑加速筑底 分红回购彰显价值

投资要点：

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

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 10 日

收盘价 (港元)	19.32
一年内最高/最低 (港元)	23.38/18.48
总市值 (百万港元)	44,706.73
流通市值 (百万港元)	44,706.73
资产负债率 (%)	50.13

资料来源：聚源数据

- **事件：**1) 公司发布 2025 年业绩，2025 年实现归母净利润 35.47 亿港元，同比下降 13.2%；2) 2025 年每股全年股息 0.95 港元，分红比例 61.3%，当前股价对应股息率 4.9%。
- **销气业务盈利稳健增长，燃气接驳业绩下滑加速筑底。**2025 年公司零售销气量 401.8 亿方，同比增长 0.7%，其中居民/工业/商业/车用销气量分别同比+4.9%/+0.3%/-2.4%/-7.2%，居民气量占比小幅提升 1.05pct；公司优化气源成本，推动顺价政策，2025 年公司销气毛差同比提升 0.01 元/方至 0.54 元/方。公司销气业务稳健增长，贡献度持续提升，2025 年公司燃气销售分部利润 80.54 亿港元，同比增长 1%，销气溢利占比同比提升 5.8pct 至 70.9%。受房地产市场影响，公司燃气接驳业务承压，2025 年新增居民用户数 215.2 万户，同比减少 20.1%，其中旧房居民用户占比同比提升 1.7pct 至 23.1%，2025 年燃气接驳分部利润 18.96 亿港元，同比下滑 35.2%，利润占比同比下滑 6.9pct 至 16.3%，对公司总体业绩的影响有望持续弱化。
- **加速布局双综业务，有望对公司业绩形成支撑。**面对市场环境变化，公司通过增设线上业务、提高零售业务占比、存量运营实现了综合服务盈利能力提升，2025 年公司综合服务业务实现收入 40 亿港元，同比减少 4.9%，实现分部利润 14.14 亿港元，同比增长 0.9%，目前公司综合服务业务渗透率仍处于低位，未来有望进一步打开增长空间。公司加速布局综合能源业务，深化集团内部协同，并加速拓展海外及中国香港市场，有序推动自有加气站向综合能源站转型，截至 2025 年底公司综合能源业务累计装机规模 3.56GW，2025 年综合能源法定口径收入 19.7 亿港元，同比增长 5.1%，毛利 4.2 亿港元，同比增长 16.0%，有望保持较快增速。
- **自由现金流显著增长，分红回购彰显价值。**2025 年资本开支 36.7 亿港元，同比下降 16.9%，其中经常性/战略性资本开支分别为 32.7/4.0 亿港元，分别同比-9.3/+1.8 亿港元，经常性资本开支大幅下降；2025 年自由现金流 29.0 亿港元，同比增长 12.3%，自由现金流明显改善有望支撑派息稳定增长，公司 2026 年分红指引为派息率提升。根据公司回购计划，拟回购公司股份 4579.74 万股，截至 2025 年底已回购 204.44 万股，分红回购彰显稳定回报与长期价值。
- **深化市场布局，持续优化气源供应。**在城燃行业并购节奏放缓的背景下，公司重点推动“一城一网”整合项目，在重庆、四川等地实现多处局部整合突破，年内共签约落地城燃项目 6 个，目前在河南、山东、江苏等多个省份储备 21 个重点跟踪项目，有望持续深化市场布局。公司深化与国家管网、三大油合作，2025 年统筹气量 61 亿方，同比增长 52.5%，控股企业储气能力持续提升，在地缘政治动荡环境下有望持续保障气源供应稳定可控。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 35.6/37.2/39.0 亿港元，同比增速分别为+0.3%/+4.4%/+5.0%，当前股价对应的 PE 分别为 11/11/10 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：上游气价波动风险、售气量增长不及预期、双综业务增长低于预期、接驳户数低于预期等。**

盈利预测与估值 (港元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万港元)	102,675.89	97,732.61	103,007.15	103,754.17	105,450.41
同比增长率 (%)	1.4%	-4.8%	5.4%	0.7%	1.6%
归母净利润 (百万港元)	4,088.15	3,546.79	3,558.62	3,716.47	3,902.69
同比增长率 (%)	-21.7%	-13.2%	0.3%	4.4%	5.0%
每股收益 (港元/股)	1.80	1.55	1.54	1.61	1.69
ROE (%)	9.9%	8.0%	7.8%	7.9%	8.1%
市盈率 (P/E)	15.20	12.99	11.18	10.71	10.20

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

损益表	单位：港币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
营业收入	103,007	103,754	105,450
增长率	5.4%	0.7%	1.6%
营业成本	85,118	85,501	86,703
%销售收入	82.6%	82.4%	82.2%
毛利	17,889	18,253	18,747
%销售收入	17.4%	17.6%	17.8%
其他收入	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	7,301	7,354	7,474
%销售收入	7.1%	7.1%	7.1%
管理费用	4,807	4,842	4,921
%销售收入	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	521	499	450
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	7,436	7,720	8,033
%销售收入	7.2%	7.4%	7.6%
投资收益	552	552	552
%税前利润	8.0%	7.6%	7.3%
除税前利润	6,914	7,221	7,583
利润率	6.7%	7.0%	7.2%
所得税	1,800	1,880	1,974
所得税率	26.0%	26.0%	26.0%
净利润(含少数股东损益)	5,115	5,341	5,609
少数股东损益	1,556	1,625	1,706
归属于母公司的净利润	3,559	3,716	3,903
增长率	0.3%	4.4%	5.0%
净利率	3.5%	3.6%	3.7%

现金流量表	单位：港币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3,559	3,716	3,903
少数股东损益	1,556	1,625	1,706
营运资金变动	1,021	107	290
其他变动	1,982	1,992	1,944
经营活动现金流量净额	8,117	7,441	7,843
资本开支	-4,400	-3,900	-3,400
投资	0	0	0
其他	1,655	1,663	1,681
投资活动现金流量净额	-2,745	-2,237	-1,719
股权募资	0	0	0
债权募资	0	-2,000	-2,500
其他	-2,763	-2,915	-3,065
筹资活动现金流量净额	-2,763	-4,915	-5,565
现金净变动	2,609	289	559

资料来源：公司公告，华源证券研究所。

资产负债表	单位：港币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
货币资金	10,301	10,590	11,149
应收款项	17,683	17,811	18,102
存货	1,182	1,188	1,204
其他流动资产	4,094	4,116	4,165
流动资产	33,261	33,705	34,621
权益性投资	22,372	22,372	22,372
固定资产	67,570	68,389	68,687
无形资产	13,912	13,837	13,764
非流动资产	107,953	108,697	108,921
资产总计	141,213	142,401	143,542
应付款项	13,004	13,063	13,246
短期借款	12,476	10,476	8,476
其他流动负债	28,121	28,325	28,788
流动负债	53,602	51,864	50,511
长期债务	11,225	11,225	10,725
其他长期负债	5,486	5,486	5,486
非流动负债	16,711	16,711	16,211
负债总计	70,312	68,575	66,722
归属母公司股东权益	45,493	46,794	48,081
少数股东权益	25,408	27,033	28,739
负债股东权益合计	141,213	142,401	143,542

比率分析

	2026E	2027E	2028E
每股指标			
每股收益	1.54	1.61	1.69
每股净资产	19.66	20.22	20.78
每股经营现金净流	3.51	3.22	3.39
每股股利	0.97	1.04	1.13
回报率			
净资产收益率	7.82%	7.94%	8.12%
总资产收益率	2.52%	2.61%	2.72%
投入资本收益率	5.81%	5.98%	6.19%
增长率			
营业收入增长率	5.40%	0.73%	1.63%
EBIT增长率	-1.25%	3.83%	4.05%
净利润增长率	0.33%	4.44%	5.01%
总资产增长率	3.52%	0.84%	0.80%
资产管理能力			
应收账款周转天数	32.0	32.9	32.7
存货周转天数	4.8	5.0	5.0
应付账款周转天数	54.1	54.9	54.6
固定资产周转天数	233.8	235.9	234.0
偿债能力			
流动比率	0.62	0.65	0.69
速动比率	0.54	0.57	0.60
净负债/股东权益	18.90%	15.05%	10.48%
EBIT利息保障倍数	14.3	15.5	17.9
资产负债率	49.79%	48.16%	46.48%

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）。