



## 盈利能力改善，绿醇产能建设如期推进

—— 2025 年年报&2026 年一季报点评

2026 年 04 月 25 日

### 核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年实现营收 335.95 亿元，同比+6.35%；实现归母净利润 10.30 亿元（扣非 9.79 亿元），同比+20.74%（扣非同比+21.17%）；与业绩快报基本一致。25Q4 实现营收 100.94 亿元，同比+8.67%；实现归母净利润 5.40 亿元（扣非 4.99 亿元），同比+38.10%（扣非同比+37.17%）。26Q1 实现营收 57.54 亿元，同比-12.17%；实现归母净利润 0.83 亿元（扣非 0.75），同比+2.13%（扣非同比+0.13%）。公司 2025 年年度拟派发现金红利 0.27 元/股，叠加 25 年前三季度派发现金红利 0.25 元/股，2025 年度累计现金分红总额占归母净利润的 65.53%，2026 年 4 月 24 日收盘价对应股息率为 3.9%。
- 25 年城市燃气毛利率提升明显，能源化工服务收入保持较快增长。**2025 年，公司天然气供应量 47.56 亿立方米，同比-3.1%；细分来看，主要受电厂用户、代管输量下降的影响，同比分别-13.8%、-60.9%至 6.34、0.67 亿立方米；工商业及贸易、居民气量分别同比+1.1%、+7.5%至 38.52、2.03 亿立方米。2025 年，公司城市燃气销售量为 41.02 亿立方米，同比-8.83%；单位收入小幅下滑 1.26%至 3.22 元/立方米；量价共同影响下城燃业务收入同比-9.97%至 132.05 亿元。但得益于成本端的节约，公司城燃业务毛利率同比提升 2.93pct 至 12.18%。2025 年，公司实现等值油品和化工品销售量 241.41 万吨，同比增长 25.82%。能源化工服务业务实现收入 194.63 亿元，同比+22.81%，收入占比进一步提升至 57.93%；毛利率 0.71%，同比下降 1.01pct。
- 26Q1，收入承压，毛利率改善。**26Q1，公司国内天然气供应量同比-15.9%至 8 亿方，表现延续弱势；等值油品销售量同比-14.6%至 35 万吨；共同压制公司营收增速；但得益于公司经营模式不断优化，毛利率同比提升 1.2pct 至 5.9%，同时费用有效压降，利润端增速表现好于营收端。26 年 2 月以来，美伊冲突导致全球天然气价格大幅波动；但考虑到公司客户结构以非居民为主，顺价相对顺畅；叠加公司国内管道天然气 95%以上由三桶油供应，以中石油为例，其 2026-2027 年度管道天然气销售政策较上年保持不变，稳定国内气价基本盘；因此，预计气价波动对公司城燃业务盈利能力影响有限。
- 绿醇产能建设如期推进，有望迎来业绩释放期。**公司与香港中华煤气于 2024 年 11 月 25 日签订《合作框架协议》，拟打造产能合计为 100 万吨/年的绿色燃料及化工供应池。截至目前，内蒙古易高公司已实现 5 万吨/年绿色甲醇产能并批量销售，后续将投入资金对现有甲醇生产线进行改造，最终形成 30 万吨/年绿色甲醇产能。同时，VENEX 公司拟投资建设位于佛山市三水区大塘化工园的 20 万吨/年绿色甲醇项目，现正进行项目前期工作，已完成工业用地摘牌、土地出让合同签订及出让款支付，工程建设期预计两年。基于此，我们判断到 28 年公司在运绿醇产能有望达到 50 万吨。与此同时，在 Fuel EU Maritime、IMO 净零框架、以及国内可再生能源非电消费最低比重目标、《关于开展氢能综合应用试点工作的通知》对绿醇需求的提振之下，我们预计公司绿醇业务具备良好的盈利能力，50 万吨产能满产可贡献投资收益 3.24 亿元；而 2025 年公司确认的来自 VENEX 公司的投资收益为-133 万元，具备较大弹性。

**佛燃能源**（股票代码：002911）

**推荐** 上调评级

**分析师**

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin\_yj@chinastock.com.cn

**市场数据**

2026 年 04 月 24 日

股票代码	002911
A 股收盘价(元)	13.38
上证指数	4,079.90
总股本(万股)	129,818
实际流通 A 股(万股)	126,704
流通 A 股市值(亿元)	170

**相对沪深 300 表现图**

2026 年 04 月 24 日



资料来源：中国银河证券研究院

**相关研究**

- 【银河公用环保】佛燃能源深度\_燃气筑基稳中有增，绿醇启航弹性可期

- **投资建议：**我们预计公司 26-28 年分别实现归母净利润 10.8、11.3、12.4 亿元，对应 PE 分别为 16.1x、15.4x、14.0x；给予“推荐”评级。
- **风险提示：**城市燃气销量不及预期的风险，天然气采购成本超预期上涨的风险，绿色甲醇产能释放不及预期的风险等。

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	33,595	36,788	39,610	42,520
收入增长率%	6.35	9.50	7.67	7.35
归母净利润(百万元)	1,030	1,076	1,130	1,243
利润增长率%	20.74	4.43	4.99	10.06
分红率%	65.53	65.53	65.53	65.53
毛利率%	6.22	5.76	5.55	5.43
摊薄 EPS(元)	0.79	0.83	0.87	0.96
PE	16.86	16.14	15.38	13.97
PB	1.92	1.84	1.77	1.69
PS	0.52	0.47	0.44	0.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,847	7,408	7,914	8,502
现金	3,547	3,858	4,124	4,466
应收账款	523	567	611	657
其它应收款	506	544	586	630
预付账款	787	865	934	1,004
存货	972	1,060	1,144	1,231
其他	512	513	514	514
非流动资产	13,202	13,610	14,051	14,476
长期投资	1,950	2,273	2,649	3,034
固定资产	7,122	7,297	7,432	7,534
无形资产	2,075	2,044	2,012	1,979
其他	2,055	1,996	1,957	1,928
资产总计	20,049	21,018	21,965	22,978
流动负债	6,620	7,158	7,647	8,144
短期借款	835	835	835	835
应付账款	1,325	1,458	1,573	1,691
其他	4,460	4,864	5,238	5,618
非流动负债	3,274	3,174	3,074	2,974
长期借款	1,377	1,277	1,177	1,077
其他	1,896	1,896	1,896	1,896
负债总计	9,894	10,331	10,720	11,118
少数股东权益	1,086	1,247	1,416	1,603
归属母公司股东权益	9,069	9,439	9,829	10,257
负债和股东权益	20,049	21,018	21,965	22,978

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,898	1,627	1,618	1,665
净利润	1,185	1,237	1,299	1,430
折旧摊销	527	559	586	612
财务费用	122	109	106	102
投资损失	-98	-528	-582	-690
营运资金变动	147	107	80	83
其他	16	142	130	129
投资活动现金流	-881	-400	-406	-306
资本支出	-351	-406	-412	-412
长期投资	-615	-300	-300	-200
其他	85	306	306	306
筹资活动现金流	-378	-915	-946	-1,017
短期借款	383	0	0	0
长期借款	-44	-100	-100	-100
其他	-717	-815	-846	-917
现金净增加额	616	311	266	342

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	33,595	36,788	39,610	42,520
营业成本	31,506	34,667	37,412	40,213
税金及附加	69	76	81	87
销售费用	117	128	134	139
管理费用	388	425	454	483
研发费用	334	365	394	422
财务费用	69	45	36	28
资产减值损失	-50	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-165	-150	-150	-150
投资收益及其他	504	544	601	712
营业利润	1,402	1,466	1,541	1,699
营业外收入	46	46	46	46
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	1,436	1,500	1,574	1,733
所得税	251	262	276	303
净利润	1,185	1,237	1,299	1,430
少数股东损益	154	161	169	186
归属母公司净利润	1,030	1,076	1,130	1,243
EBITDA	2,031	2,104	2,197	2,373
EPS (元)	0.79	0.83	0.87	0.96

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	6.3%	9.5%	7.7%	7.3%
营业利润增长率	14.1%	4.5%	5.1%	10.3%
归母净利润增长率	20.7%	4.4%	5.0%	10.1%
毛利率	6.2%	5.8%	5.5%	5.4%
净利率	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%
ROE	11.4%	11.4%	11.5%	12.1%
ROIC	9.1%	9.0%	9.1%	9.6%
资产负债率	49.3%	49.2%	48.8%	48.4%
净资产负债率	97.4%	96.7%	95.3%	93.7%
流动比率	1.03	1.03	1.03	1.04
速动比率	0.73	0.73	0.73	0.74
总资产周转率	1.70	1.79	1.84	1.89
应收账款周转率	38.69	67.49	67.20	67.06
应付账款周转率	17.71	24.91	24.68	24.64
每股收益(元)	0.79	0.83	0.87	0.96
每股经营现金流(元)	1.46	1.25	1.25	1.28
每股净资产(元)	6.99	7.27	7.57	7.90
P/E	16.86	16.14	15.38	13.97
P/B	1.92	1.84	1.77	1.69
EV/EBITDA	8.54	8.05	7.55	6.80
PS	0.52	0.47	0.44	0.41

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn