

九丰能源 (605090)

清洁能源一体化布局, 特气布局高壁垒资源与高景气下游

买入 (维持)

2026年05月06日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	22,047	20,269	21,416	26,043	28,413
同比 (%)	(17.01)	(8.06)	5.66	21.61	9.10
归母净利润 (百万元)	1,684	1,480	1,657	1,702	2,642
同比 (%)	28.93	(12.11)	11.98	2.73	55.20
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.39	2.10	2.35	2.41	3.74
P/E (现价&最新摊薄)	19.09	21.72	19.40	18.88	12.17

投资要点

- **清洁能源、能源服务及特种气体三大业务协同发展。**清洁能源是核心主业, 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; 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, 实现清洁能源“强链”“补链”; 特种气体公司积极布局高壁垒资源、高景气下游, 打造新成长。
- **协同效益体现, 一体化布局发展业绩稳健增长。**2025 年公司实现营业收入 202.69 亿元, 同比减少 8.06%; 归母净利润 14.8 亿元, 同比减少 12.11%; 扣非归母净利润 13.62 亿元, 同比增长 0.89%。分业务来看:
 - 1) 天然气:** 2025 年实现毛利 10.08 亿元 (同比+11.00%), 其中, LNG 销量 151 万吨, LNG 吨毛利 666 元, 需求端受益交通燃料及工业客户拉动, 国内销量保持平稳, 核心资源优化叠加吨毛利改善, 盈利韧性持续增强;
 - 2) LPG:** 2025 年实现毛利 5.30 亿元 (同比+6.46%), 其中, LPG 销量 205 万吨, LPG 吨毛利 259 元。公司持续夯实华南 LPG 区域龙头地位, 同步拓展北方化工及东南亚市场, 销量与单吨毛利保持稳定;
 - 3) LNG 生产与服务:** 2025 年实现毛利 2.96 亿元 (同比-15.51%), 其中, LNG 生产与服务销量 69 万吨, LNG 生产与服务吨毛利 428 元。交通燃料终端需求景气向好, 公司将持续扩大 LNG 产销服务规模, 匹配下游市场发展需求;
 - 4) 能源物流:** 2025 年实现毛利 1.67 亿元 (同比-19.86%)。公司 LPG 船舶运力服务有序开展, 受年度计划性坞修影响作业天数有所减少, 运力服务收入受到阶段性影响;
 - 5) 特燃特气:** 2025 年实现毛利 0.69 亿元 (同比+1.75%)。公司海南航天特燃特气项目顺利投运并稳定保障火箭发射, 同步拓展多地发射基地项目, 深度绑定航天头部单位。
- **2026 年一季度清洁能源盈利韧性体现, 新兴业务特气高增。**2026 年一季度公司实现营业收入 44.98 亿元, 同比减少 17.98%; 归母净利润 4.34 亿元, 同比减少 14.16%; 扣非归母净利润 3.93 亿元, 同比减少 16.03%。其中,
 - 1) 天然气:** 26 年一季度地缘环境波动加剧, 海气船货同比回落但顺价稳固, 陆气 LNG 产销及单吨毛利同比增长, 业务韧性持续凸显;
 - 2) LPG:** 26 年一季度受益行业供给偏紧涨价红利, 销量同比回落但单吨毛利与总毛利大幅改善, 全球资源配置及顺价能力持续验证;
 - 3) 特种气体:** 26 年一季度自有氦气产能充分释放 (产能 150 万方/年), 氦气销量同比增超 60%, 毛利跨越式增长, 中标海南航天三年特气服务订单并落地酒泉子公司布局, 商业航天服务版图持续拓展。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑国际能源价格波动及项目投资节奏, 我们下修 2026-2027 年公司归母净利润预测从 18.0/21.3 亿元至 16.6/17.0 亿元, 新增 2028 年归母净利润预测 26.4 亿元, 2026-2028 年 PE 分别为 19.4/18.9/12.2 倍 (估值日 2026/4/30)。公司清洁能源一体化布局穿越周期, 新疆煤制气 2028 年投产业绩增量贡献明显, 布局高壁垒、高景气特气品种贡献成长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进度不及预期、天然气需求波动、国际气价波动等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.56
一年最低/最高价	25.03/55.33
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	32,078.72
总市值(百万元)	32,142.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.65
资产负债率(% LF)	24.95
总股本(百万股)	705.49
流通 A 股(百万股)	704.10

相关研究

- 《九丰能源(605090): 发射场地扩张&合作火箭公司, 聚焦商业航天特气份额有望提升》
2025-12-25
- 《九丰能源(605090): 2025 年三季度报点评: 短期因素扰动, 盈利韧性强&上游拓展顺利》
2025-10-28

内容目录

1. 业绩稳健增长，清洁能源一体化布局	4
2. 投资新疆煤制气构建上游气源，特气聚焦高壁垒资源与高景气下游	6
3. 盈利预测	8
4. 风险提示	8

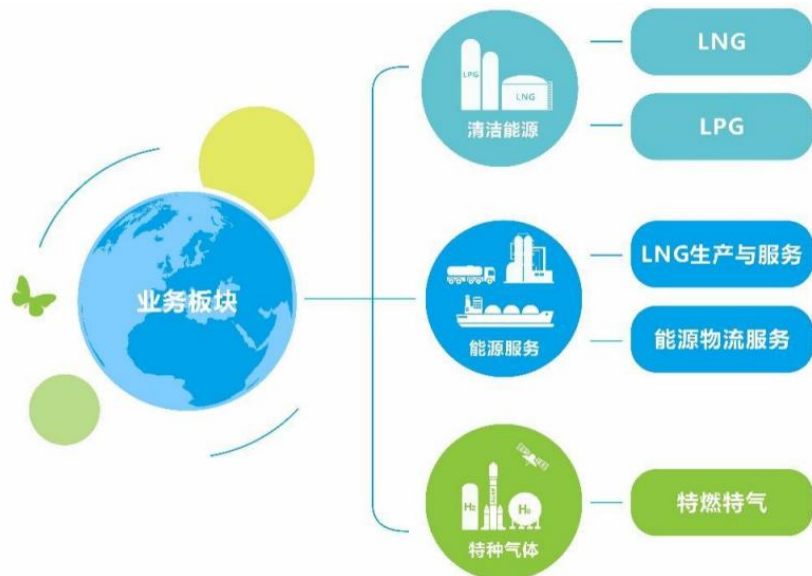
图表目录

图 1: 公司能源业务板块构成及分类.....	4
图 2: 2021 至 2026 一季度公司营业收入及同比.....	5
图 3: 2021 至 2026 一季度公司归母净利润情况梳理.....	5
图 4: 2024、2025 年公司分板块业务拆分.....	6

1. 业绩稳健增长，清洁能源一体化布局

清洁能源、能源服务及特种气体三大业务板块协同发展。公司愿景成为“成为最具价值创造力的清洁能源服务商”，三十余年持续耕耘清洁能源产业，所涉及行业及产品涵盖天然气、液化石油气（LPG）及特种气体等，并根据不同经营模式和特点，细分为清洁能源、能源服务及特种气体三大业务板块，形成“一主两翼”的业务发展格局。其中，清洁能源是公司大力发展的核心主业，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；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，对清洁能源“强链”“补链”意义重大；特种气体是公司积极布局的新赛道业务，是实现公司持续高质量发展的关键举措。

图1：公司能源业务板块构成及分类



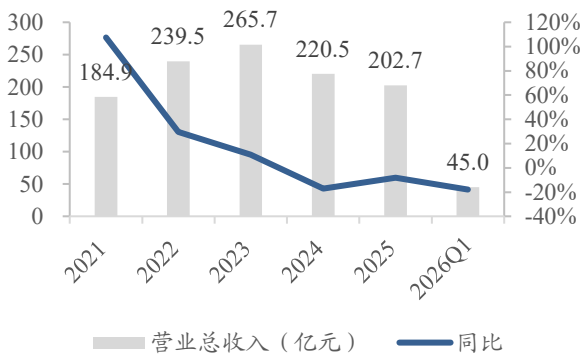
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

协同效益体现，一体化布局发展业绩稳健增长。国际能源价格波动，公司经营业绩稳健彰显盈利韧性。2025 年，公司实现营业收入 202.69 亿元，同比减少 8.06%；归母净利润 14.8 亿元，同比减少 12.11%；扣非归母净利润 13.62 亿元，同比增长 0.89%。分业务来看：**1) 天然气**：2025 年实现毛利 10.08 亿元（同比+11.00%），其中，LNG 销量 151 万吨，LNG 吨毛利 666 元，需求端受益交通燃料及工业客户拉动，国内销量保持平稳，核心资源优化叠加吨毛利改善，盈利韧性持续增强；**2) LPG**：2025 年实现毛利 5.30 亿元（同比+6.46%），其中，LPG 销量 205 万吨，LPG 吨毛利 259 元。公司持续夯实华南 LPG 区域龙头地位，同步拓展北方化工及东南亚市场，销量与单吨毛利保持稳定；**3) LNG 生产与服务**：2025 年实现毛利 2.96 亿元（同比-15.51%），其中，LNG 生产与服务

销量 69 万吨，LNG 生产与服务吨毛利 428 元。交通燃料终端需求景气向好，公司将持续扩大 LNG 产销服务规模，匹配下游市场发展需求；**4) 能源物流**：2025 年实现毛利 1.67 亿元（同比-19.86%）。公司 LPG 船舶运力服务有序开展，受年度计划性坞修影响作业天数有所减少，运力服务收入受到阶段性影响；**5) 特燃特气**：2025 年实现毛利 0.69 亿元（同比+1.75%）。公司海南航天特燃特气项目顺利投运并稳定保障火箭发射，同步拓展多地发射基地项目，深度绑定航天头部单位。

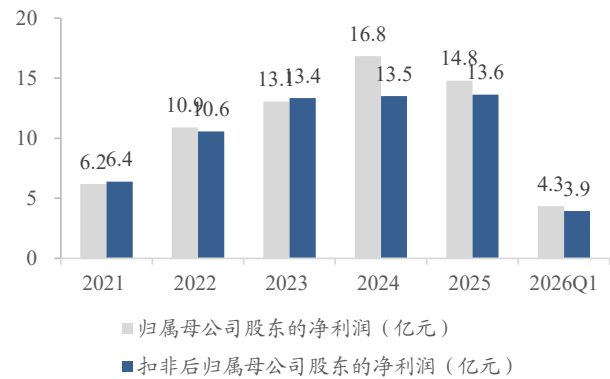
2026 年一季度清洁能源盈利韧性体现，新兴业务特气高增。2026 年一季度公司实现营业收入 44.98 亿元，同比减少 17.98%；归母净利润 4.34 亿元，同比减少 14.16%；扣非归母净利润 3.93 亿元，同比减少 16.03%。其中，**1) 天然气业务**：26 年一季度地缘环境波动加剧，海气船货同比回落但顺价稳固，陆气 LNG 产销及单吨毛利同比增长，业务韧性持续凸显；**2) LPG 业务**：26 年一季度受益行业供给偏紧涨价红利，销量同比回落但单吨毛利与总毛利大幅改善，全球资源配置及顺价能力持续验证；**3) 特种气体业务**：26 年一季度自有氦气产能充分释放（产能 150 万方/年），氦气销量同比增超 60%，毛利跨越式增长，中标海南航天三年特气服务订单并落地酒泉子公司布局，商业航天服务版图持续拓展。

图2：2021 至 2026 一季度公司营业收入及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2021 至 2026 一季度公司归母净利润情况梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2024、2025年公司分板块业务拆分

年份	2024	2025	2025YOY
天然气			
营业收入 (亿元)	87.07	69.06	-20.68%
营业成本 (亿元)	77.99	58.98	-24.37%
毛利 (亿元)	9.08	10.08	11.00%
销售量 (万吨)	192	151	-21.06%
单吨收入 (元/吨)	4539	4561	0.48%
单吨毛利 (元/吨)	473	666	40.62%
LPG			
营业收入 (亿元)	88.18	87.99	-0.22%
营业成本 (亿元)	83.20	82.68	-0.62%
毛利 (亿元)	4.98	5.30	6.46%
销售量 (万吨)	184	205	11.19%
单吨收入 (元/吨)	4793	4301	-10.26%
单吨毛利 (元/吨)	271	259	-4.25%
LNG生产与服务			
营业收入 (亿元)	26.30	26.23	-0.27%
营业成本 (亿元)	22.80	23.27	2.07%
毛利 (亿元)	3.50	2.96	-15.51%
销售量 (万吨)	65	69	6.52%
单吨收入 (元/吨)	4055	3796	-6.37%
单吨毛利 (元/吨)	540	428	-20.68%
能源物流服务			
营业收入 (亿元)	6.05	5.41	-10.59%
营业成本 (亿元)	3.97	3.74	-5.72%
毛利 (亿元)	2.08	1.67	-19.86%
特燃特气			
营业收入 (亿元)	2.35	1.45	-38.34%
营业成本 (亿元)	1.68	0.76	-54.56%
毛利 (亿元)	0.68	0.69	1.75%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 投资新疆煤制气构建上游气源，特气聚焦高壁垒资源与高景气下游

投资新疆煤制气构建上游气源。公司参与投资建设新疆庆华二期工程项目，并持有新疆庆华二期工程项目 50%的权益（对应年产 20 亿方天然气）；该项目实施后，将填补公司权益气资源短板，构建“权益气+长约气+现货气”的多元化上游资源池，助力公司形成“西部有权益气，东部有海气”的资源格局。

煤制气项目保障性强/可行性高，加速投资建设。从可行性和保障性来看，1) 审批手续：庆华项目已获得国家发改委核准批复（明确“项目分两期建设”），环评、安评、选址、用地、用水等审批手续齐全，目前正积极推进二期工程项目环评、安全、水资源等论证/审查/评审工作，进展情况良好；2) 项目用煤及用水：项目预计年耗用原煤 1,179.60 万吨，所需煤炭资源主要来源为伊宁矿区二号矿及七号矿，为项目提供了煤炭供应保障、锁定成本；预计年用水量约 2,231.6 万立方米，已获得相关取水许可，可满足本项目所需水量；3) 管线布局：新疆庆华已建成长度约 43 公里的输气管线，二期工程项目可通过此管线将煤制天然气输入国家管网西气东输主干线管网，并覆盖管网沿线的客户需求；4) 生产运营：庆华一期工程生产长期处于设计满负荷状态，技术与工艺日趋成熟，安全、技术、运营、管理等专业人才较为充足，为二期实施奠定基础。

可研测算保守支撑气源盈利基础，我们预计实际投运业绩有望更高。煤制气项目盈利重点关注原料煤价、天然气终端售价、用水用电成本以及投资强度对应折旧成本。根据九丰能源 2025 年 9 月 29 日《关于拟对外投资建设新疆煤制天然气项目的公告》中可研假设，原料煤（碎煤）采购价 285 元/吨，原料煤（末煤）采购价 140 元/吨，天然气售价 1.8-2.0 元/方。水价 6.42 元/吨，电价 0.54 元/千瓦时，对应项目年利润总额 14.8 亿元，所得税后全投资 IRR8.2%，资本金 IRR15.8%。考虑当前疆煤市场价格以及公司积极参与上游保供煤矿建设，用煤成本有望进一步下降，下游销售至终端客户，销售气价有望提升。同时，庆华二期 40 亿方项目单位投资仅为 5.75 元/方，项目盈利有望超预期。

特种气体业务的发展定位锚定为航空航天特气。2025 年，公司海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）工程建设已基本完成并顺利投产，此外，公司积极推动海南商业航天发射场特燃特气配套（二期）项目建设相关准备工作，全方位匹配火箭发射端、火箭产业园（含卫星超级工厂）等特燃特气综合需求。除海南商业航天发射场特燃特气配套项目外，2025 年，公司积极拓展山东海阳东方航天港、甘肃酒泉卫星发射中心等其他商业航天发射基地的特燃特气合作项目，并全部进入实施阶段。

合作火箭等公司，拓展公司航天特气市占率。2025 年，公司与上海航天设备制造总厂有限公司（隶属中国航天科技集团有限公司第八研究院）签署相关协议，双方在液态甲烷、液氧、液氮、氦气、氮气等产品方面达成合作，服务实施地为山东海阳东方航天港；公司与中国航天科技集团商业火箭有限公司（隶属中国航天科技集团有限公司）签署相关协议，双方在液氧、液氮、液态甲烷、氦气等产品方面达成合作，服务实施地为甘肃酒泉卫星发射中心；公司与中国长征火箭有限公司（隶属中国航天科技集团有限公司第一研究院）签署相关协议，双方在液氮、氮气等产品方面达成年度供应保障合作，服务实施地为海南商业航天发射场；公司与北京天兵科技有限公司签署相关协议，双方在液氧、液氮等产品方面达成多次合作，服务实施地为山东海阳东方航天港；公司已中标上海空间推进研究所（隶属中国航天科技集团有限公司第六研究院）三年期氦气、氮气等产品综合保障服务项目。

拟对外投资建设某类同位素，进一步培育高壁垒的资源型产品。公司公告，公司控股子公司江西九丰稳同新材料有限公司拟对外投资建设某类同位素产品项目。项目总投资人民币 184,214 万元，项目建设内容包括某类同位素产品生产相关的工艺装置(供应、分离、纯化等)、公用工程、辅助设施及全厂性设施等。本项目实施后，1) 公司将进一步培育高壁垒的资源型产品，丰富公司特种气体客户所需的产品结构，并与公司现有其他特种气体产品(氮气、氢气及其他特燃特气等)形成互补、高效协同，持续提升公司在特种气体业务领域的竞争优势；2) 公司将在锚定的特燃特气客户领域基础上，进一步服务医疗与大健康、OLED、光纤、半导体等产业领域，构建以技术壁垒、专业服务及资质为核心的高门槛终端优势，持续强化在关键市场的客户黏性。3) 公司将进一步致力于服务国家关键资源安全战略，加速对高壁垒、强需求、强战略的资源型产品的产能释放，紧密对接前沿领域的国产化需求，夯实供应链自主可控能力，全面提升综合服务优势。

3. 盈利预测

盈利预测与投资评级: 考虑国际能源价格波动及项目投资节奏，我们下修 2026-2027 年公司归母净利润预测从 18.0/21.3 亿元至 16.6/17.0 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 26.4 亿元，2026-2028 年 PE 分别为 19.4/18.9/12.2 倍(估值日 2026/4/30)。公司清洁能源一体化布局穿越周期，新疆煤制气 2028 年投产业绩增量贡献明显，布局高壁垒、高景气特气品种贡献成长，维持“买入”评级。

4. 风险提示

1) **项目进度不及预期:** 公司新项目投资建设中，项目落地后公司有望进一步实现产业链的延伸布局，打开新的成长赛道，若项目进度不及预期，将影响公司业绩释放节奏；

2) **天然气需求波动:** 天然气作为具备成长潜力的清洁能源，在一次能源中渗透率具备提升空间，若经济发展形势、能源价格等因素发生变化，天然气阶段性需求产生波动，将影响公司业绩释放节奏；

3) **国际气价波动:** 天然气作为全球贸易的能源商品，价格存在波动，若国际天然气价格出现波动，公司的成本端与销售端预计会受到影响，影响公司业绩释放节奏。

九丰能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,384	6,434	5,619	5,306	营业总收入	20,269	21,416	26,043	28,413
货币资金及交易性金融资产	5,554	4,548	3,344	2,842	营业成本(含金融类)	18,172	18,867	23,396	25,551
经营性应收款项	760	793	975	1,065	税金及附加	31	32	39	43
存货	719	737	916	1,001	销售费用	250	263	313	341
合同资产	0	0	0	0	管理费用	329	385	417	426
其他流动资产	350	357	384	398	研发费用	12	13	13	14
非流动资产	8,558	11,254	13,823	16,144	财务费用	61	60	70	84
长期股权投资	886	886	886	886	加:其他收益	31	11	31	43
固定资产及使用权资产	4,392	5,075	5,645	5,966	投资净收益	100	86	104	1,000
在建工程	462	2,462	4,462	6,462	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	482	482	482	482	减值损失	15	(13)	0	0
商誉	1,575	1,575	1,575	1,575	资产处置收益	6	0	0	0
长期待摊费用	51	51	51	51	营业利润	1,567	1,879	1,931	2,997
其他非流动资产	710	722	722	722	营业外净收支	5	1	0	0
资产总计	15,942	17,688	19,442	21,451	利润总额	1,572	1,880	1,931	2,997
流动负债	2,980	2,653	2,887	3,003	减:所得税	66	197	203	315
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,957	1,581	1,581	1,581	净利润	1,506	1,682	1,728	2,682
经营性应付款项	302	316	389	425	减:少数股东损益	26	25	26	40
合同负债	359	380	462	504	归属母公司净利润	1,480	1,657	1,702	2,642
其他流动负债	362	377	456	494	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.10	2.35	2.41	3.74
非流动负债	1,321	1,930	2,230	2,230	EBIT	1,522	1,940	2,001	3,081
长期借款	683	1,283	1,583	1,583	EBITDA	1,905	2,457	2,632	3,960
应付债券	427	427	427	427	毛利率(%)	10.35	11.90	10.16	10.07
租赁负债	78	78	78	78	归母净利率(%)	7.30	7.74	6.54	9.30
其他非流动负债	134	143	143	143	收入增长率(%)	(8.06)	5.66	21.61	9.10
负债合计	4,302	4,583	5,117	5,233	归母净利润增长率(%)	(12.11)	11.98	2.73	55.20
归属母公司股东权益	11,261	12,701	13,895	15,747					
少数股东权益	379	404	430	471					
所有者权益合计	11,640	13,105	14,325	16,217					
负债和股东权益	15,942	17,688	19,442	21,451					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,634	2,192	2,213	2,604	每股净资产(元)	15.94	17.96	19.65	22.27
投资活动现金流	(1,387)	(3,110)	(3,096)	(2,200)	最新发行在外股份(百万股)	705	705	705	705
筹资活动现金流	(609)	(370)	(322)	(905)	ROIC(%)	10.35	11.11	10.39	14.56
现金净增加额	(436)	(1,311)	(1,204)	(501)	ROE-摊薄(%)	13.14	13.05	12.25	16.78
折旧和摊销	383	517	631	879	资产负债率(%)	26.98	25.91	26.32	24.40
资本开支	(379)	(3,199)	(3,200)	(3,200)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.72	19.40	18.88	12.17
营运资本变动	(116)	(21)	(155)	(73)	P/B (现价)	2.86	2.54	2.32	2.05

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>