新奥能源（02688.HK）

被低估的城市燃气龙头

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	110366	114182	117308	121917	128993
同比(%)	18.08	3.46	2.74	3.93	5.80
归母净利润（百万元）	5865	6816	6807	7084	7317
同比(%)	(24.37)	16.21	(0.13)	4.07	3.28
EPS-最新摊薄（元/股）	5.18	6.03	6.02	6.26	6.47
P/E（现价&最新摊薄）	10.55	9.08	9.09	8.73	8.46

关键词：#比同类公司便宜

投资要点

- **全国第三大燃气公司，现金流良好匹配资本开支，分红稳定提升。**截至2023年底，新奥能源在全国21个省份运营260个城市燃气项目，覆盖1.39亿人口，服务3053万个家庭用户及25+万家企业客户，零售气量占全国表观消费量6.4%，为全国第三大燃气公司。2023年经营性现金流为96.1亿元，净现比达到1.2，实现现金流与资本开支的良好匹配；公司每股派息额由2013年的0.38元稳步增长至2023年的2.67元，复合增速达21.6%，为股东创造长期稳定增长的回报。公司指引2024年分红比例44%（以核心利润为基数），分红比例逐年提高3~4pct；假设公司25-26年分红比例分别为47%、50%，**根据盈利预测，每股分红将达到2.94、3.23元/股，对应股息率5.4%、5.9%（2025/3/20）。**

- **天然气业务：价差修复，气量稳定增长，转售利润回落估值有望提升。**公司天然气分销版图不断扩大，截至2024H1，公司城市燃气项目数已经达到260个，36%的项目分布在人均GDP前十的省份/直辖市。2023年工商业用户占77.5%，居民用户占21.3%，加气站用户占1.2%；截至2024H1，公司已有59%的项目进行了居民用气顺价。公司与三家国际LNG贸易商签订采购量合计206万吨/年的LNG长协，长协挂靠低价低波动的HH指数，降低综合用气成本。在2022~2023欧洲高气价的背景下，公司将海外长协进行转口销售，分别取得23.4、15.0亿元的海外转售利润，占当年核心利润的29.3%、19.8%；因为该部分利润可持续性较差，在欧洲气价回归后对应转售利润也将回归，2022-2023年公司估值回落。2024H1，公司披露海外转售相关利润仅为1.8亿元，占核心利润的5.5%，**不可测利润充分消化，公司整体估值有望回升。**

- **拓展智家、泛能业务，打造新增长点。智家业务：挖掘家庭用户，低覆盖度、高增速。**2024H1收入增速达到22.4%，毛利率维持在70%左右。公司加大业务开拓力度，客户覆盖度逐渐提升，2023年新增客户覆盖度达到79.9%、现有客户覆盖度达到22.6%。2024H1公司C端客单价达到325元/户，同比提升79元/户。**泛能业务：挖掘工业用户需求，在手项目支撑业务高速发展。**泛能业务为客户量身定制综合能源解决方案；能够为客户节省10%的能源成本、投资回收期一般在7-8年。2024H1收入增速达到17.6%，毛利率维持在13%左右；2024H1，能源销售量同比增长45.0%至197.4亿千瓦时；公司累计投运332个项目，在建项目72个，在手项目支撑业务高速发展。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计2024-2026年公司归母净利润为68.07/70.84/73.17亿元，同比-0.1%/+4.1%/+3.3%，对应当前PE9.1/8.7/8.5倍（估值日期2025/3/20）。天然气销售业务稳定发展，泛能、智家业务快速增长，国际转售利润回落，估值待修复；与同业公司对比，公司估值偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险

2025年03月21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

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	59.45
一年最低/最高价	44.80/79.55
市净率(倍)	1.58
港股流通市值(百万港元)	67,251.28

基础数据

每股净资产(元)	37.63
资产负债率(%)	51.95
总股本(百万股)	1,131.22
流通股本(百万股)	1,131.22

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 民营城燃龙头，打造清洁能源综合服务商 5
1.1. 全国领先的清洁能源综合服务商 5
1.2. 业务结构改善，现金流良好匹配资本开支，分红稳定提升 6
2. 天然气业务：价差修复，气量稳定增长，转售利润回落估值有望提升 10
2.1. 天然气零售：项目优质，市场化改革下价差修复、盈利能力改善 10
2.2. 天然气批发：海外转售利润预期回落，公司估值有望回升 14
2.3. 工程安装：接驳承压，深耕气化率实现内生增长 15
3. 拓展智家、泛能业务，打造新增长点 16
3.1. 智家业务：挖掘家庭用户，低覆盖度、高增速 16
3.2. 泛能业务：挖掘工业用户需求，在手项目支撑业务高速发展 17
4. 盈利预测 19
5. 风险提示 21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 新奥能源发展历史.....5
图 2: 截至 2024 年 6 月，新奥能源股权结构.....6
图 3: 2018-2024H1 公司营业收入（亿元）.....7
图 4: 2018-2024H1 公司归母净利润（亿元）.....7
图 5: 2018-2024H1 公司营收构成.....7
图 6: 2018-2024H1 毛利构成.....7
图 7: 2018-2024H1 各业务毛利率.....7
图 8: 2018-2024H1 公司净利率&毛利率.....8
图 9: 2018-2024H1 公司期间费用率降低.....8
图 10: 2018-2024H1 公司 ROE 水平.....8
图 11: 2018-2024H1 公司资本开支情况（亿元）.....9
图 12: 2018-2024H1 公司净现比.....9
图 13: 2018-2024H1 公司现金流（亿元）.....9
图 14: 2016-2023 年每股股利与股利支付率.....10
图 15: 2023 年各城燃公司零售气量占全国消费量比例.....11
图 16: 2018-2024H1 零售气量情况.....11
图 17: 2020-2024H1 公司燃气用户结构.....11
图 18: 2018-2024H1 城燃公司单个项目零售气量对比（万方/个）.....11
图 19: 截至 2023 年底，公司 36%的项目分布在 GDP 前十的省份/直辖市.....12
图 20: 公司天然气自主资源池配置多元化（万吨）.....12
图 21: 2021/4-2025/3 各地天然气价格指数.....13
图 22: 上下游联动机制三阶段.....13
图 23: 2019-2024H1 售气价格及毛差情况（元/方）.....14
图 24: 2022-2025M2 天然气顺价政策推行情况.....14
图 25: 批发气贡献 2022-2023 年转售利润高基数.....14
图 26: 2022-2023 年由于不可测利润占比较高，公司 PE 估值回落.....15
图 27: 2018~2024H1 公司新增居民户数.....15
图 28: 2018~2024H1 公司新增工商户户数.....15
图 29: 2018-2024H1 城燃项目数量.....16
图 30: 2018-2024H1 公司管道燃气气化率.....16
图 31: 智家业务模式.....16
图 32: 2019~2024H1 智家业务收入及同比增速.....17
图 33: 2019~2024H1 智家业务毛利率.....17
图 34: 2019~2023 智家业务客户覆盖度.....17
图 35: 2023H1~2024H1 公司 C 端客单价.....17
图 36: 泛能业务模式.....18
图 37: 2018-2024H1 泛能收入及同比.....18
图 38: 2018-2024H1 泛能业务毛利率.....18
图 39: 2018-2024H1 能源销量及同比.....19
图 40: 2018-2024H1 在建、新投运、累计投运项目（个）.....19

表 1: 公司签署合计 206 万吨/年的 LNG 长协 12
表 2: 泛能业务特点 18
表 3: 公司分业务预测 20
表 4: 同业公司对比（估值日期 2025/3/20） 21

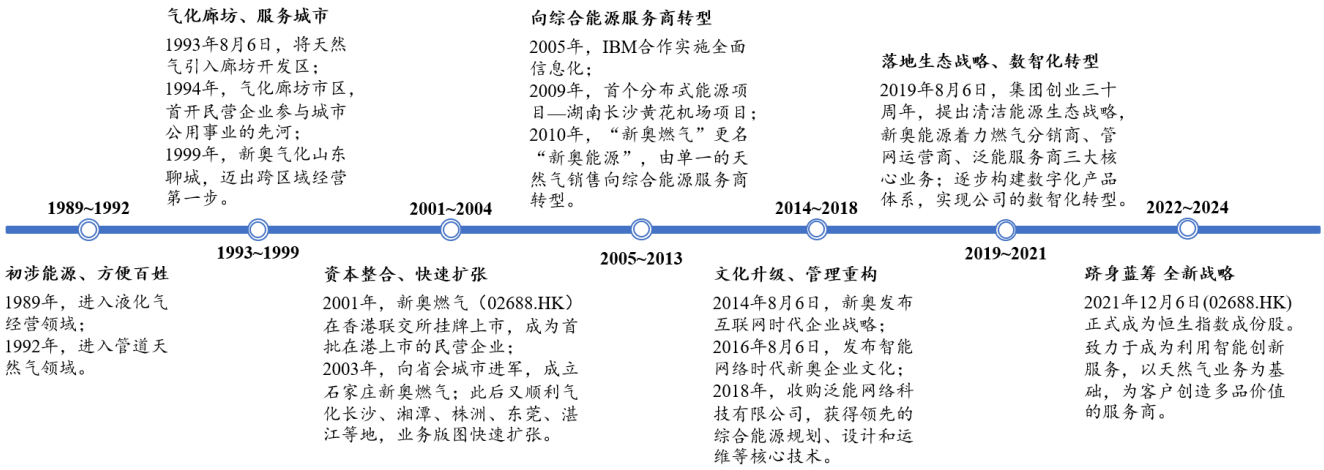
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 民营城燃龙头，打造清洁能源综合服务商

1.1. 全国领先的清洁能源综合服务商

集团城燃板块，打造清洁能源综合服务商。新奥能源控股有限公司（02688.HK）为新奥集团天然气下游核心产业。1989 年，公司于河北起步进入天然气领域；1994 年气化廊坊开创民企参与城市公用事业先例。业务扩至全国后，公司于 2001 年在中国香港上市。多年来，通过数智化转型，拓展面向 B 端的泛能业务和面向 C 端的智家业务，逐步发展为全国领先的清洁能源综合服务商。截至 2023 年底，新奥能源在全国 21 个省份运营 260 个城市燃气项目，覆盖 1.39 亿人口，服务 3053 万个家庭用户及 25+万家企业客户，管道网络总长达 8.2 万公里，零售气量占全国表观消费量 6.4%，为全国第三大燃气公司。

图1：新奥能源发展历史

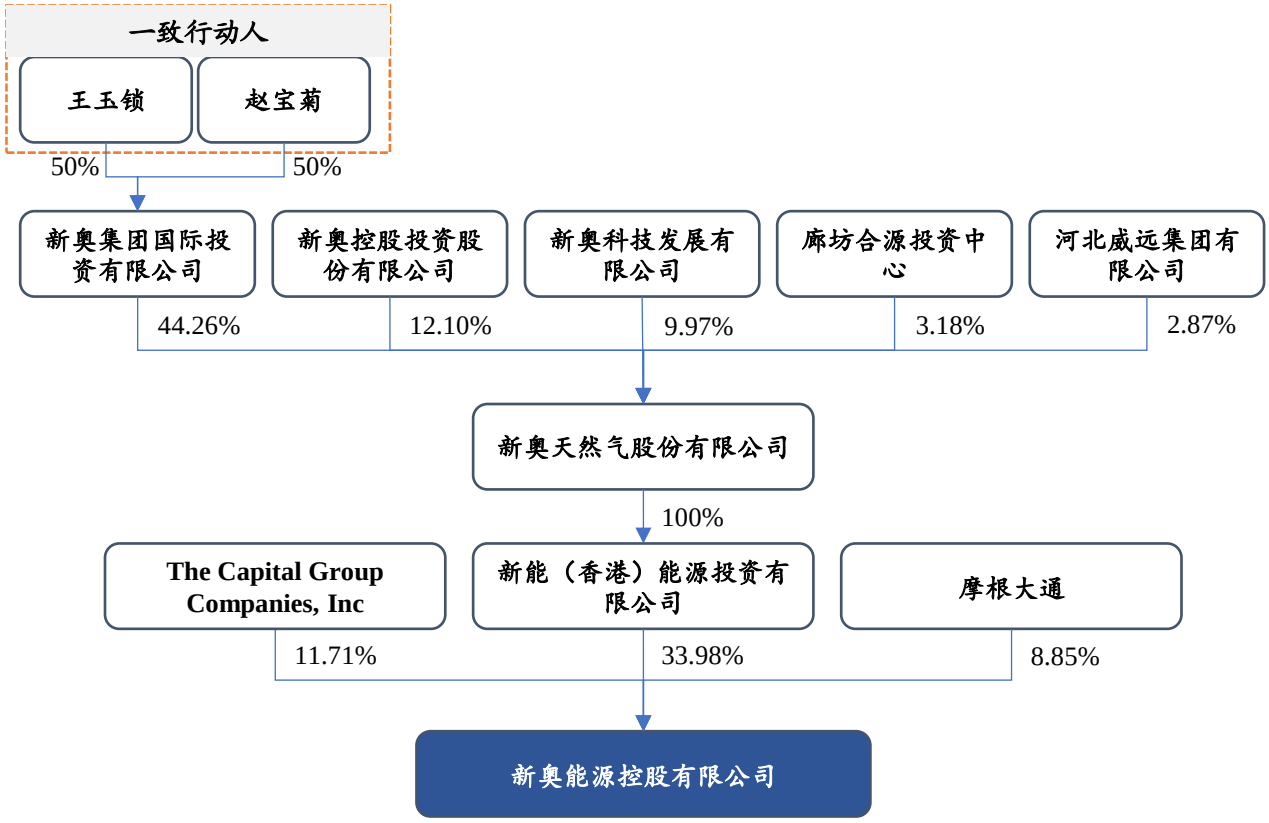


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构稳定，实控人增持彰显信心。公司为新奥集团燃气下游板块，于 2020 年并入新奥股份（600803.SH）。王玉锁与赵宝菊为一致行动人，共为公司实控人，多次增持公司股份彰显业绩信心，截至 2024 年 6 月，实控人通过直接持有新奥集团国际投资公司 100%股份，间接持有新奥能源 15.04%股份成为公司实控人；公司第二大股东美国资本集团持股比例 11.71%；第三大股东摩根大通持股比例 8.85%；股权结构较为稳定。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：截至 2024 年 6 月，新奥能源股权结构



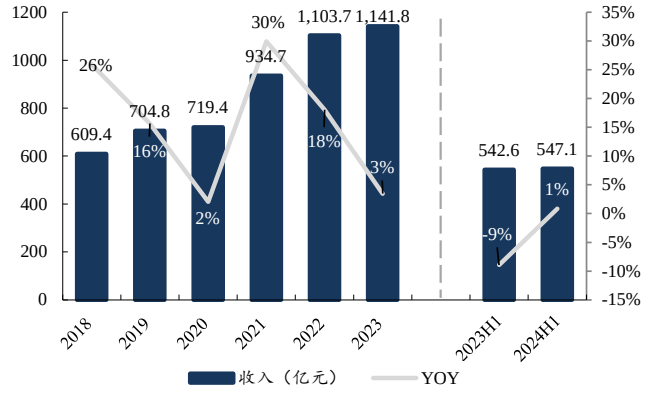
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 业务结构改善，现金流良好匹配资本开支，分红稳定提升

城燃主业稳定发展，泛能、智家同步拓展，工程安装业务占比下降。公司业务可分为五大板块：天然气零售、天然气批发、工程安装、泛能和智家业务。2023 年，公司营业收入为 1141.8 亿元，2018-2023 年五年复合增速 13.4%，保持稳定增长。2024H1 公司营业收入为 547.1 亿元，同比+0.8%。从收入构成来看，主要贡献收入的业务为天然气零售和天然气批发，2024H1 合计占比 78%；工程安装收入占比逐年下降，从 2018 年的 10%降至 2024H1 的 3%，业务结构优化，城市燃气主业地位稳固。2023 年公司核心利润为 75.9 亿元，2018-2023 年五年复合增速 11.1%，2022 年受海内外气价高企、终端需求不振影响，盈利下滑，2023 年有所恢复。从毛利构成来看，智家、泛能业务毛利占比逐年提升，接驳占比逐年下降，2024H1 分别达到 22%/17%/13%；天然气零售仍然保持主业地位，2024H1 毛利占比 49%。工程安装和智家业务的毛利率维持在较高水平，均超过 40%；天然气零售和泛能业务的毛利率维持在 10%~20%。

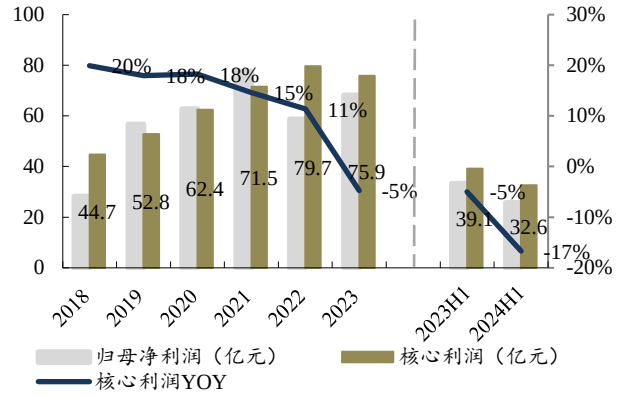
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2018-2024H1 公司营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

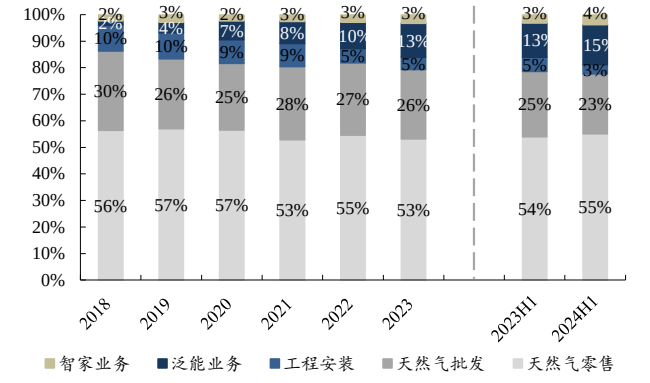
图4：2018-2024H1 公司归母净利润（亿元）



注：核心利润=扣除其他收益及亏损（不包括商品衍生金融工具已变现的结算净额及回购优先票据之收益）、商品衍生金融工具未变现净（亏损）收益之相关递延税项及以股份为基础付款开支后之本公司拥有人应占溢利

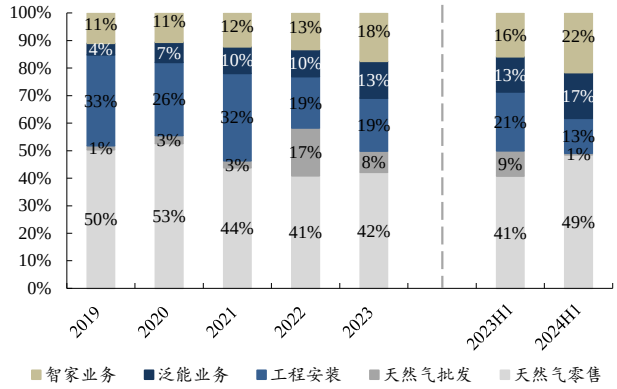
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2018-2024H1 公司营收构成



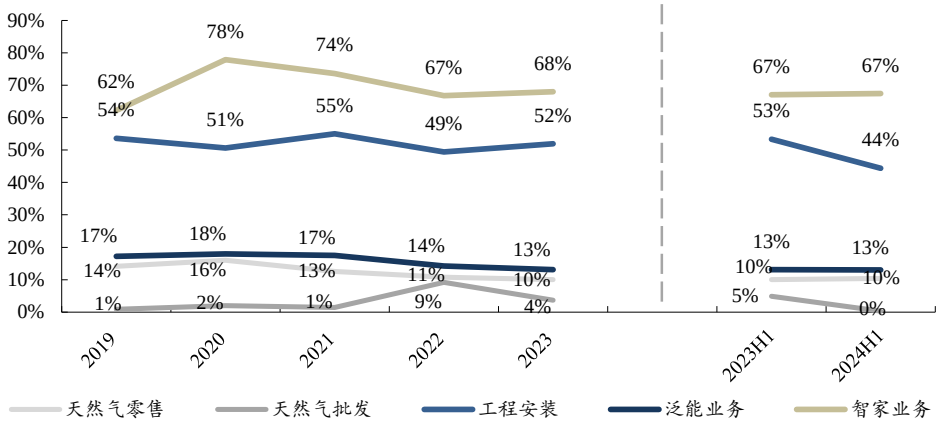
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2018-2024H1 毛利构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

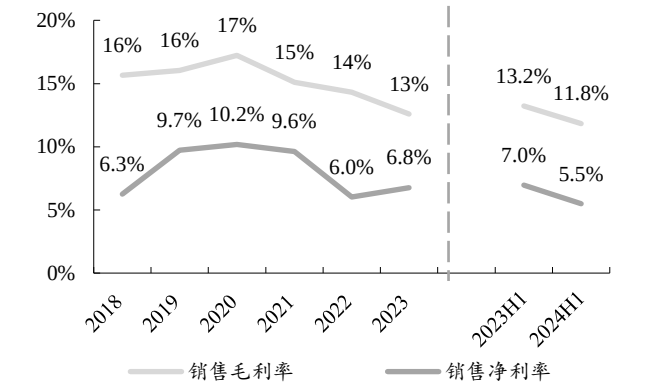
图7：2018-2024H1 各业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

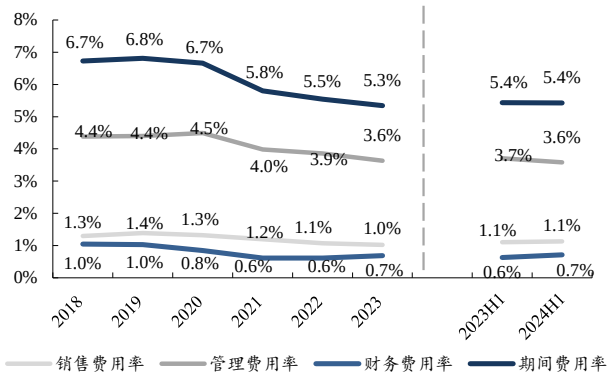
费用管控卓有成效、市场化改革逐步落地，盈利回升。2021 年起公司毛利率、净利率回落，主要系高毛利的工程安装业务毛利占比下降，同时天然气零售业务采购成本上升、终端顺价不畅，盈利能力承压。2018-2024H1，财务费用率保持相对稳定，销售费用率和管理费用率整体呈现下降趋势，使得期间费用率从 2018 年的 6.7%下降至 2024H1 的 5.4%。2022 年公司 ROE 水平为 15.7%，同比下降 7.7pct，主要系 2022 年城市燃气行业面临上游气源价格高企、终端需求不振的挑战，公司销气业务利润率下降。2023 年，由于气源紧张形势有所缓解、价格联动逐步落地，ROE 回升至 16.7%。

图8：2018-2024H1 公司净利率&毛利率



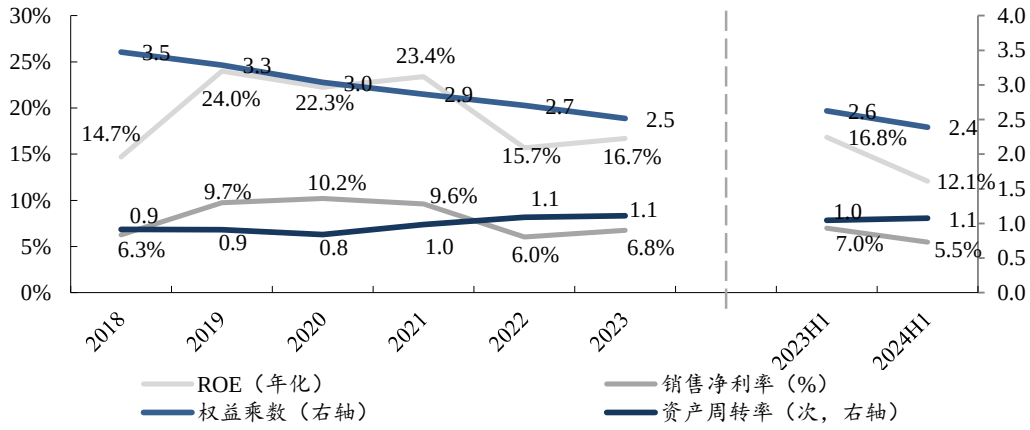
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2018-2024H1 公司期间费用率降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2018-2024H1 公司 ROE 水平



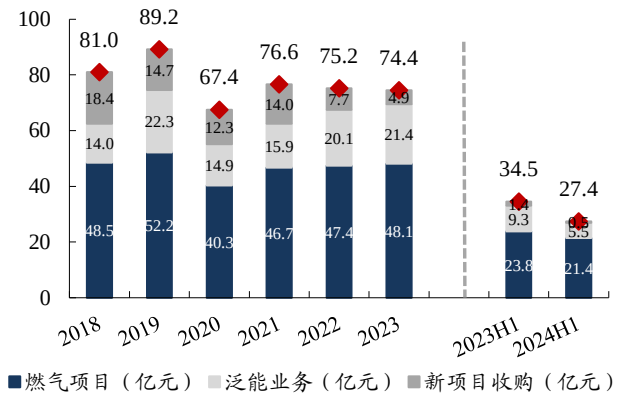
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流良好匹配资本开支，推动公司稳健发展。2018-2023 年，公司经营活动现金流保持充足，2023 年经营性现金流为 96.1 亿元，净现比达到 1.2。自 2021 年起，公司资本开支呈现下降趋势，主要系新项目收购相关开支减少；2023 年，公司资本开支 74.4

请务必阅读正文之后的免责声明部分

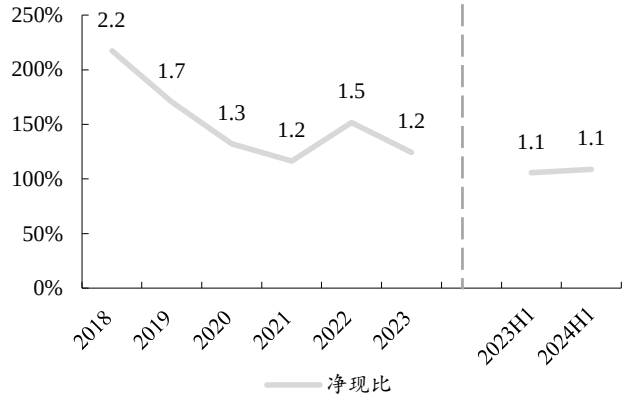
亿元。公司现金流保持充足，且高于资本开支，实现现金流与资本开支的良好匹配，推动公司稳健扩张。

图11：2018-2024H1 公司资本开支情况（亿元）



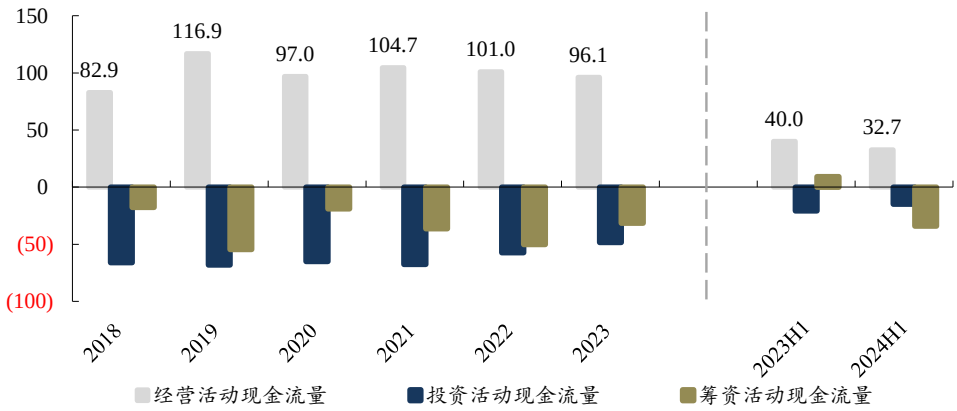
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2018-2024H1 公司净现比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：2018-2024H1 公司现金流（亿元）

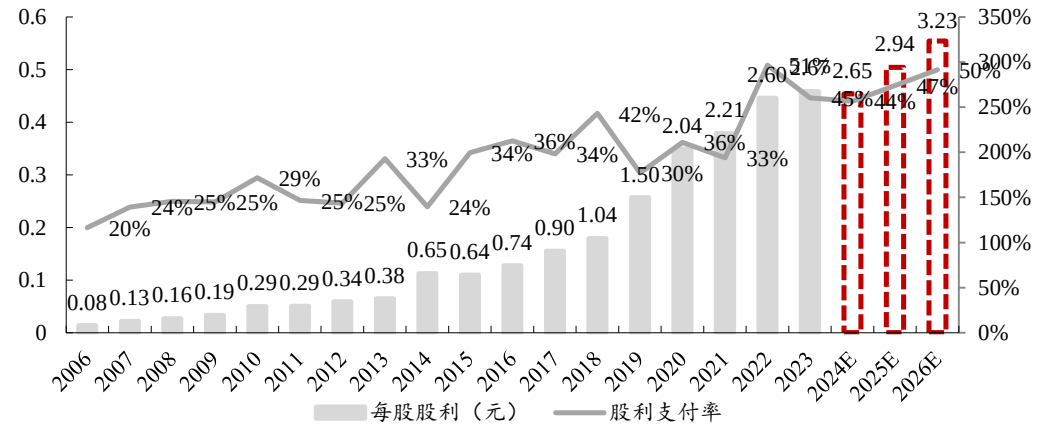


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分红稳步提升，2013-2023 年每股派息复合增速 21.6%。2023 年公司现金分红总额为 30.4 亿元，股利支付率为 44.6%。公司每股派息额由 2013 年的 0.38 元稳步增长至 2023 年的 2.67 元，复合增速达 21.6%，为股东创造长期稳定增长的回报。公司指引 2024 年分红比例 44%（以核心利润为基数），分红比例逐年提高 3~4pct；假设公司 25-26 年分红比例分别为 47%、50%，根据盈利预测，每股分红将达到 2.94、3.23 元/股，对应股息率 5.4%、5.9%（2025/3/20）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图14：2016-2023 年每股股利与股利支付率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

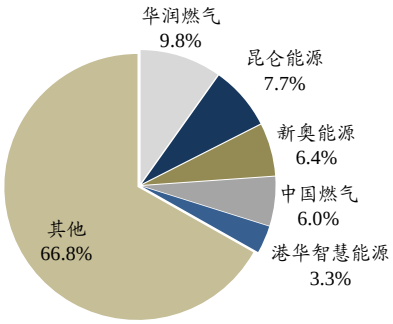
2. 天然气业务：价差修复，气量稳定增长，转售利润回落估值有望提升

2.1. 天然气零售：项目优质，市场化改革下价差修复、盈利能力改善

用户基础良好&天然气分销版图扩大，推动用气量攀升。2018-2023 年公司零售气量复合增速 7.6%。2023 年公司零售天然气销气量达到 251.4 亿方，同比-3.1%，占全国消费量 6.4%，气量下滑主要因为气价高企，部分电厂用户更换供应商；2024H1 公司零售天然气销气量达到 127.1 亿方，同比增长 4.5%，随供需关系缓解公司销气量重回正增长。2018 年以来总体用户结构较为稳定，公司天然气零售业务主要面向工商业用户、居民用户以及加气站；就公司燃气用户结构来说，2023 年工商业用户占 77.5%，居民用户占 21.3%，加气站用户占 1.2%。工商业用户可以接受的售价较高，与居民用户相比政府限价更高，保证了公司的下游顺价能力。公司拥有稳定的用户基础，为业务开展提供了重要资源。将国内五大城燃公司进行横向对比，2023 年公司的单个城燃零售气量位列行业第三。**公司天然气分销版图不断扩大，截至 2024H1，公司城市燃气项目数已经达到 260 个，城市燃气项目广泛分布于中国经济较为发达的区域，36%的项目分布在人均 GDP 前十的省份/直辖市。工商业用户占比高&城燃项目大多位于经济较发达区域的区位优势，推动气量稳步增加。**

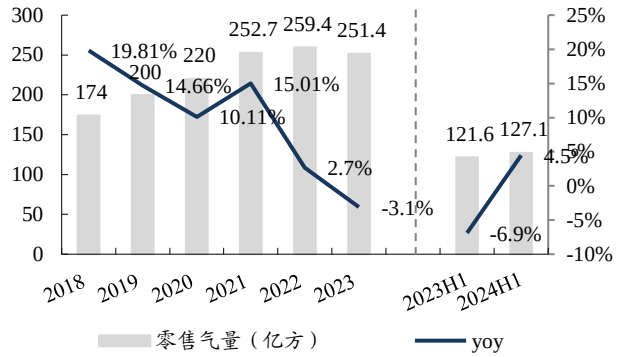
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图15：2023 年各城燃公司零售气量占全国消费量比例



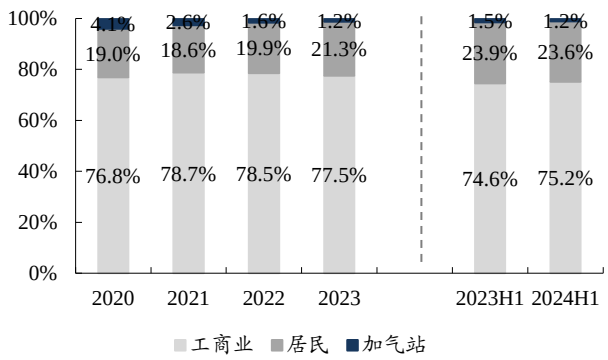
数据来源：发改委，各公司公告，东吴证券研究所

图16：2018-2024H1 零售气量情况



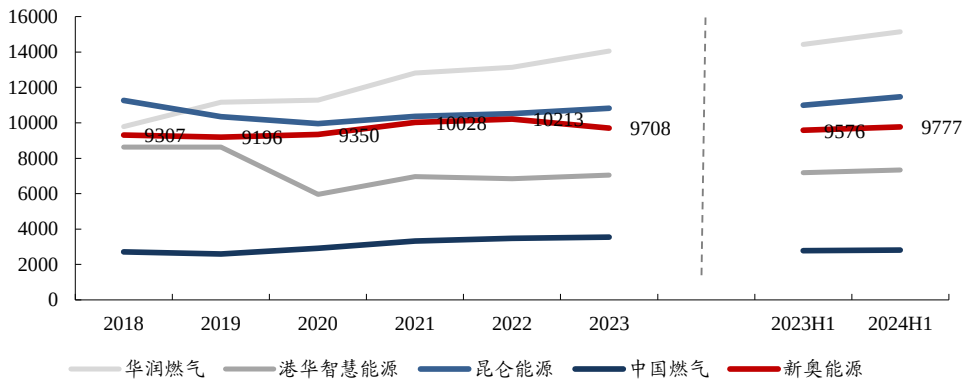
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：2020-2024H1 公司燃气用户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

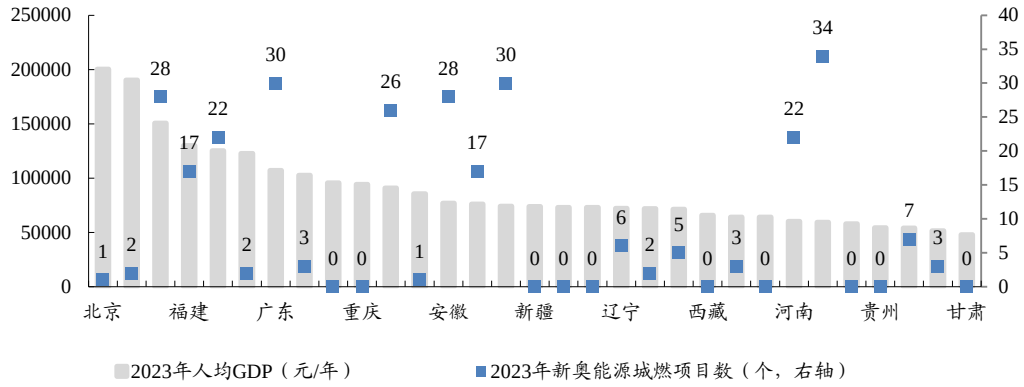
图18：2018-2024H1 城燃公司单个项目零售气量对比（万方/个）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：截至 2023 年底，公司 36%的项目分布在 GDP 前十的省份/直辖市



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

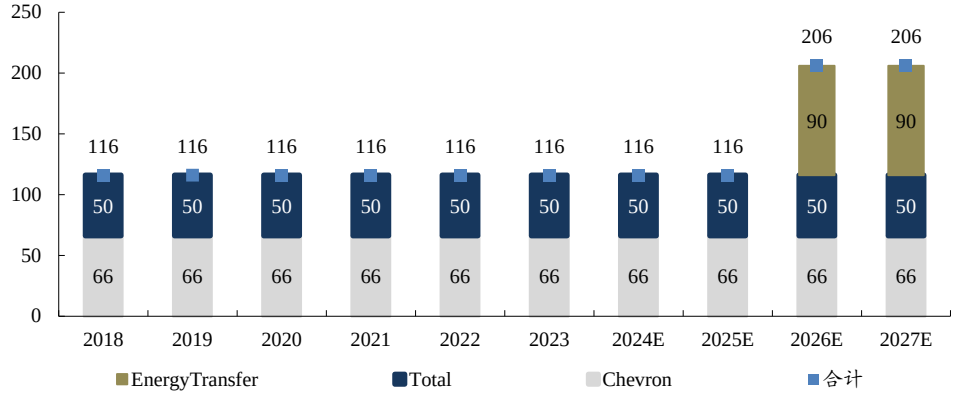
打造稳定可靠的天然气自主资源池。公司与三家国际 LNG 贸易商签订采购量合计 206 万吨/年的 LNG 长协，其中与 Energy Transfer 和 Chevron 的长协挂靠 HH 指数，与其他主流天然气价格指数相比，该指数价格最低，且在 2022 年的国际冲突局势下波动最小，为优质长协资源。

表1：公司签署合计 206 万吨/年的 LNG 长协

序号	签约主体	供应商	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	开始供应时间	挂钩指数
1	新奥能源	Chevron	10年	66	DES	全球资源	2018	JCC
2	新奥能源	Total	10年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
3	新奥能源	EnergyTransfer	20年	90	FOB	美国 查尔斯湖LNG项目	2026	HH

数据来源：新奥股份官网，东吴证券研究所

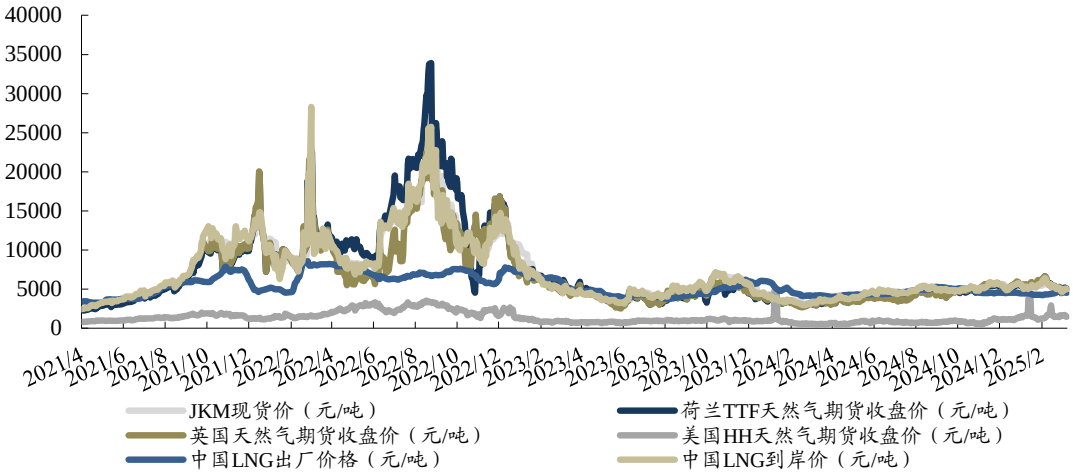
图20：公司天然气自主资源池配置多元化（万吨）



数据来源：新奥股份官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

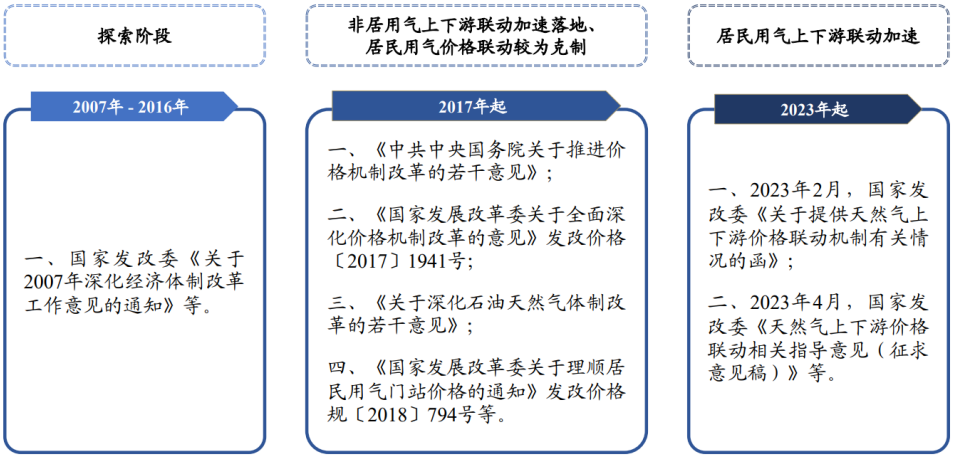
图21：2021/4-2025/3 各地天然气价格指数



数据来源：ICE，Platts，NYMEX，东吴证券研究所

顺价机制持续落地，盈利能力修复。我国始终在推动天然气市场的改革，2007-2016 年处于探索阶段。2017 年起非居民用气的上下游联动机制加速落地，居民用气的价格联动较为克制。2021~2022 年由于上游气源价格高位运行、终端居民用气调价不畅，销气盈利能力有所下滑，2022 年公司天然气零售毛差自 2020 年的 0.60 下滑 0.12 至 0.48 元/方。2023 年起，我国加大力度推动居民端上下游联动机制的落地，联动机制更加完善。2023 年 2 月，国家发改委发布《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》，2023 年，公司全力推动终端价格疏导，全年销气毛差已经从 2022 年的 0.48 元/方提升到 2023 年的 0.50 元/方，2024H1 同比继续提升 0.02 元/方。我们梳理了全国地级以上城市的气价政策，**2022-2025M2，全国共有 60%的地级及以上城市进行了居民用气顺价，提价幅度为 0.21 元/方。截至 2024H1，公司已有 59%的项目进行了居民用气顺价。**淡季即将到来，我们认为未进行顺价的城市将利用淡季的窗口期继续推动顺价，顺价弹性继续显现。

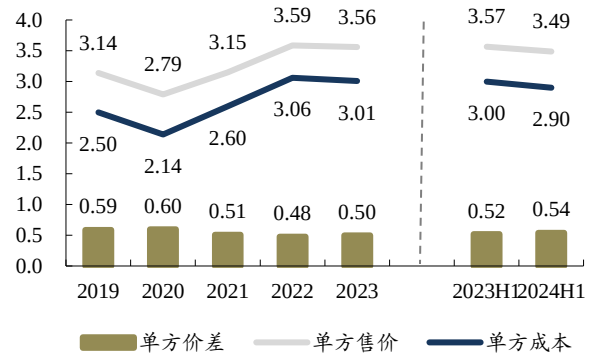
图22：上下游联动机制三阶段



数据来源：发改委，中国政府网，界面新闻，财新周刊，东吴证券研究所

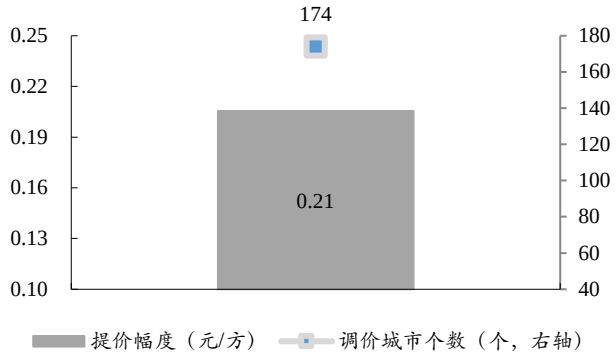
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图23：2019-2024H1 售气价格及毛差情况（元/方）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：2022-2025M2 天然气顺价政策推行情况

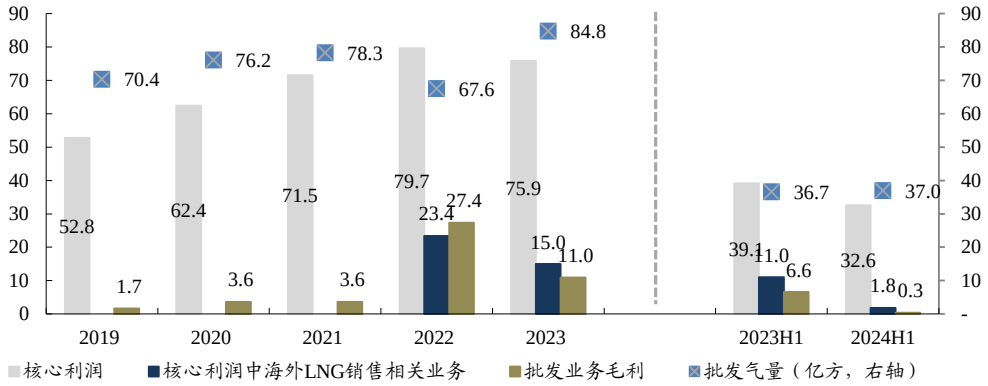


数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所

2.2. 天然气批发：海外转售利润预期回落，公司估值有望回升

批发气贡献 2022-2023 年转售利润高基数，2024H1 高基数消化，不可测利润占比下降，估值有望回升。公司借助海外长协优势，在 2022~2023 欧洲高气价的背景下将海外长协进行转口销售，分别取得 23.4、15.0 亿元的海外转售利润，占当年核心利润的 29.3%、19.8%；因为该部分利润可持续性较差，在欧洲气价回归后对应转售利润也将回归，2022-2023 年公司估值呈现回落状态。2024H1，公司披露海外转售相关利润仅为 1.8 亿元，占核心利润的 5.5%，不可测利润充分消化，公司整体估值有望回升。

图25：批发气贡献 2022-2023 年转售利润高基数

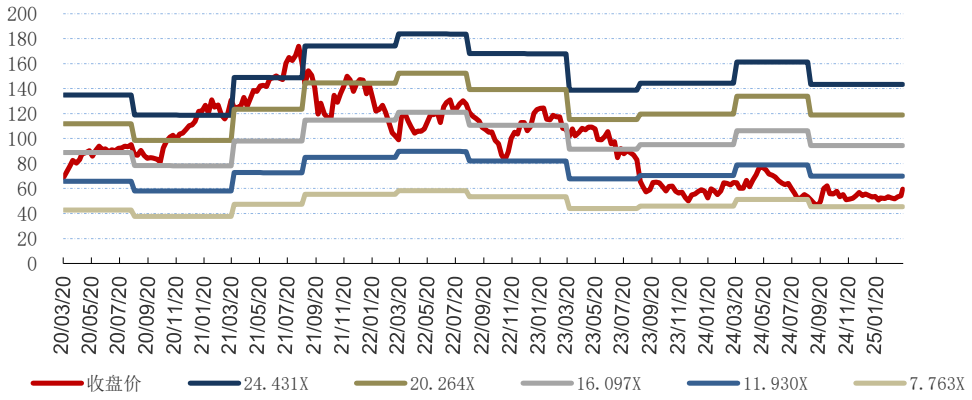


注：部分年份海外转售利润高于批发业务毛利，原因为公司通过套期保值取得的投资收益也计入海外转售相关业务利润中。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图26：2022-2023 年由于不可测利润占比较高，公司 PE 估值回落

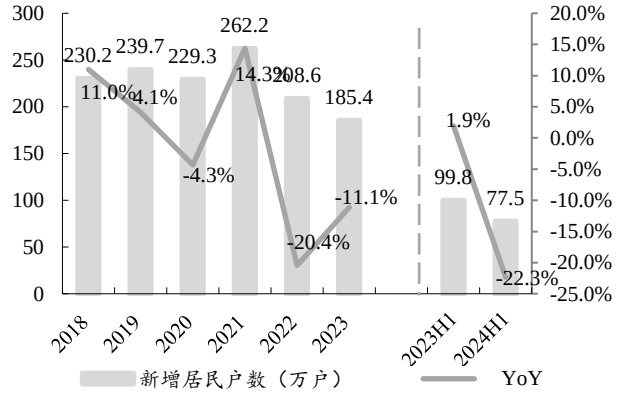


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 工程安装：接驳承压，深耕气化率实现内生增长

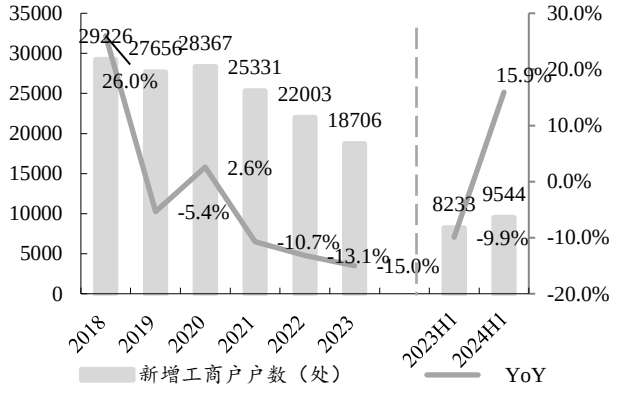
受地产下行周期影响，2022 年起接驳业务承压；城燃项目增速放缓，提升气化率实现内生增长。公司接驳业务用户分为居民用户和工商业用户两类。因疫情和地产因素扰动，自 2022 年起，新增接驳用户数震荡下行。公司 2023 年新增居民用户 185.4 万户，同比下降 11%；公司 2024H1 新增居民用户 77.5 万户，同比下降 22%，工商业新增接驳用户数量有所减少，从 2019-2020 的三万处左右，下降到 2022-2023 年的 2 万处左右，2024H1，公司对工商业接驳费给予优惠，新增户数同比增加 16%至 9544 处。2021 年前，公司通过收并购快速提升城燃项目数，近年来城燃项目增速有所放缓，2024H1 公司城燃项目数达到 260 个，可供接驳城区人口达到 1.4 亿。公司通过不断提升气化率实现内生增长，公司管道燃气气化率从 2018 年的 58.8%提至 2024H1 的 65.5%；截至 2024H1，公司累计开发居民用户 3053 万户，工商业用户 25.27 万处。

图27：2018~2024H1 公司新增居民户数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

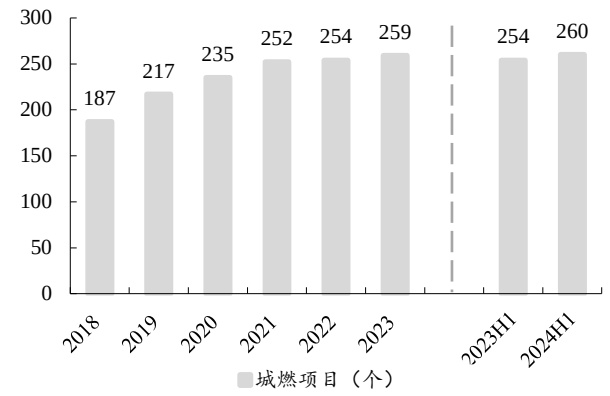
图28：2018~2024H1 公司新增工商户户数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

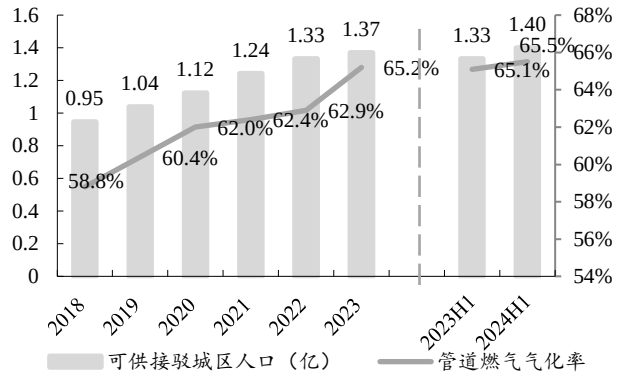
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图29：2018-2024H1 城燃项目数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：2018-2024H1 公司管道燃气气化率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 拓展智家、泛能业务，打造新增长点

3.1. 智家业务：挖掘家庭用户，低覆盖度、高增速

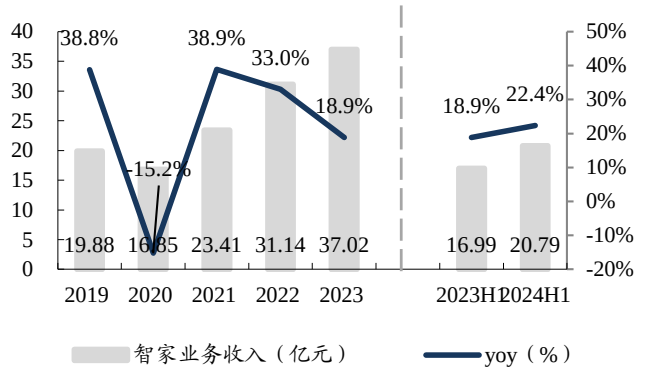
加大业务拓展力度，客户覆盖度快速提升。智家业务为家庭用户提供安全、购物、健康等多场景创新产品及服务；涉及节能技术、工艺改造、设备检修保养等服务，智能厨房产品、供暖产品及安防产品。智家业务收入增速保持在较高水平，2024H1 收入增速达到 22.4%，毛利率维持在 70%左右。公司加大业务开拓力度，客户覆盖度逐渐提升，2023 年新增客户覆盖度达到 79.9%、现有客户覆盖度达到 22.6%。2024H1 公司 C 端客单价达到 325 元/户，同比提升 79 元/户。

图31：智家业务模式

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

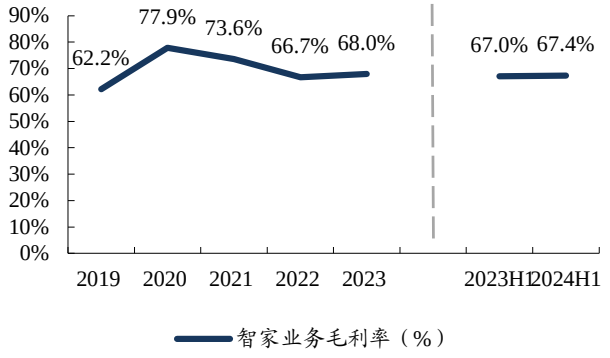
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图32：2019~2024H1 智家业务收入及同比增速



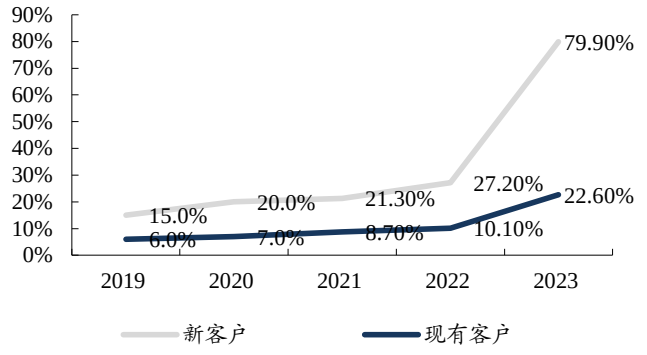
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2019~2024H1 智家业务毛利率



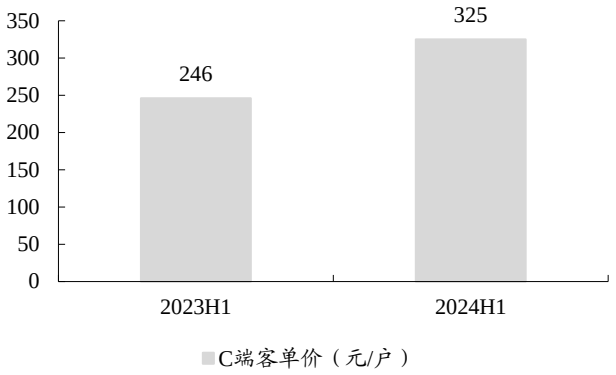
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：2019~2023 智家业务客户覆盖度



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：2023H1~2024H1 公司 C 端客单价



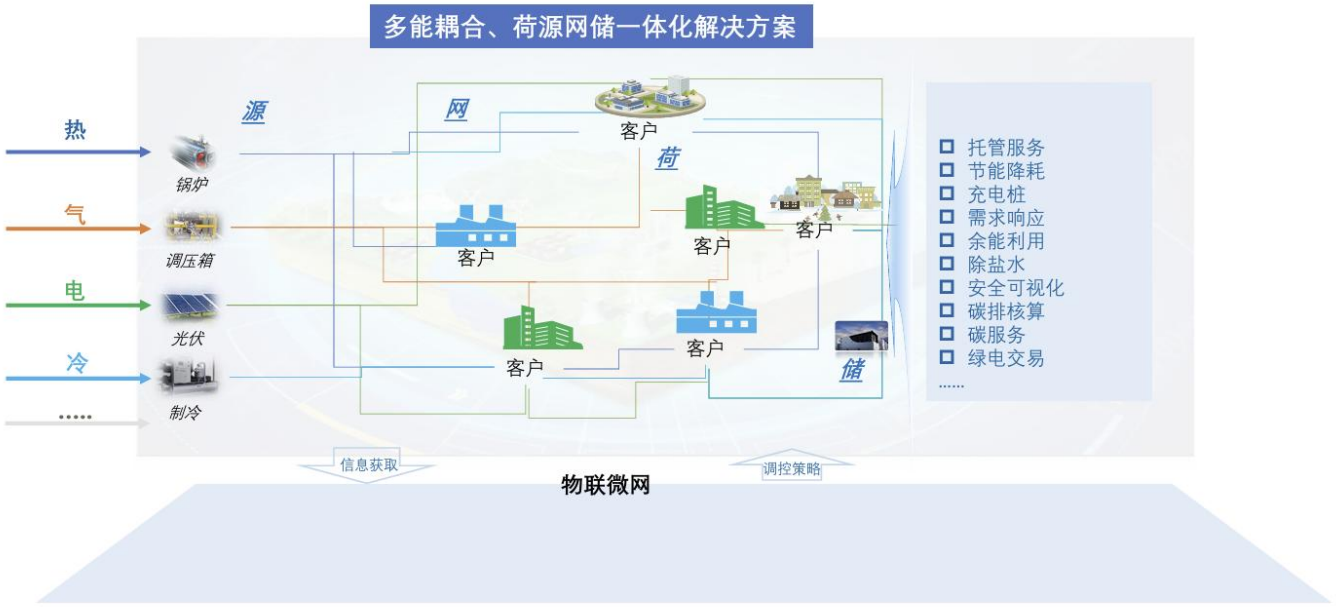
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 泛能业务：挖掘工业用户需求，在手项目支撑业务高速发展

挖掘工业园区用户，在手项目支撑业务高速发展。泛能业务以客户需求为主导，多能融合，多品类输出，为客户量身定制综合能源解决方案；能够为客户节省 10%的能源成本、投资回收期一般在 7-8 年、与工业园区签约，减少单一产业的周期性风险。泛能业务收入增速保持在较高水平，2024H1 收入增速达到 17.6%，毛利率维持在 13%左右；2024H1，能源销售量同比增长 45.0%至 197.4 亿千瓦时。2024H1 年公司累计投运 332 个项目，在建项目 72 个，在手项目支撑业务高速发展。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图36：泛能业务模式



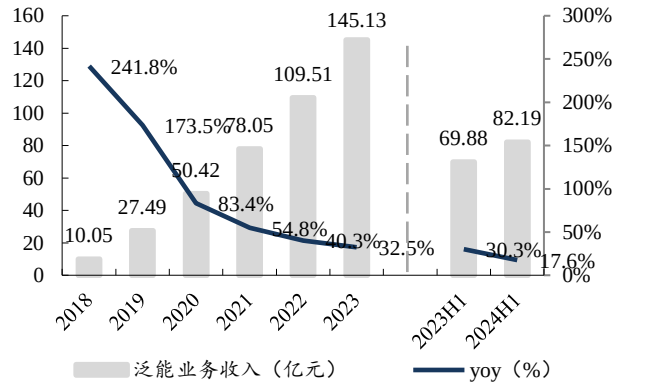
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：泛能业务特点

应用场景	特点
持续稳定的收入	• 综合能源解决方案为客户降低整体能源账单，平均下降 10% • 直接销售客户所需能源，提高客户黏性
快速的现金流产出	• 资本性开支会根据客户数量和用能规模分期投资 • 公司的综合能源项目为现有园区， 设备建成后可马上销售能源给客户 • 投资回收期一般为 7-8 年
低风险	• 园区的客户结构多元化，减少单一产业的周期性风险 • 与客户签订最低用量，设立价格联动机制 • 市场化商业模式，政策风险低

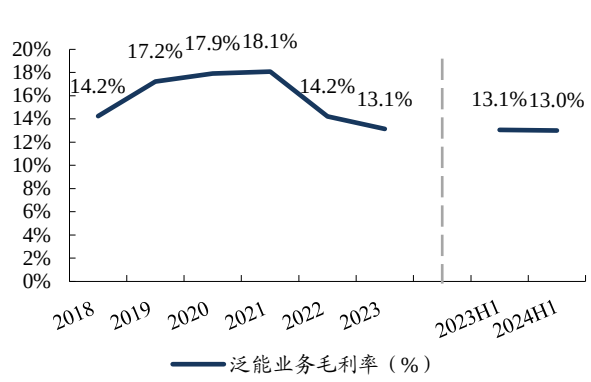
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图37：2018-2024H1 泛能收入及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

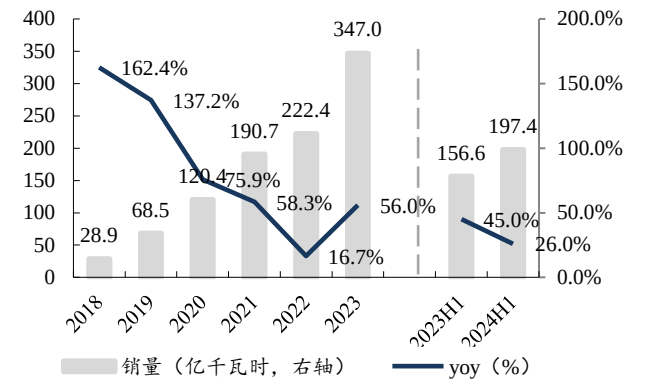
图38：2018-2024H1 泛能业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

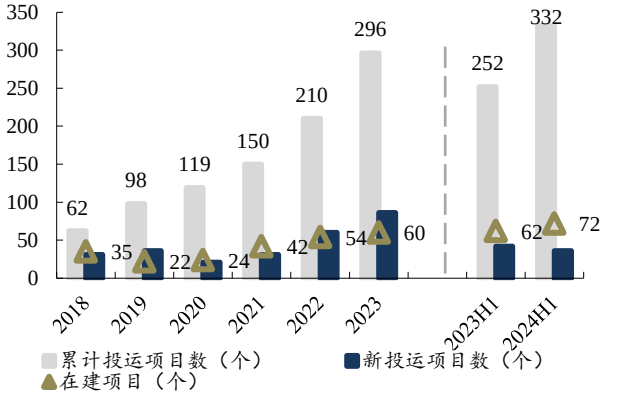
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图39：2018-2024H1 能源销量及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：2018-2024H1 在建、新投运、累计投运项目（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测

结合公司各业务发展情况，我们预计 2024-2026 年公司总收入合计为 1173.08/1219.17/1289.93 亿元，归母净利润为 68.07/70.84/73.17 亿元，分业务来看：

天然气零售：用户优质，气量稳定增长、价差修复。2024-2026 年气量增速分别为 5.2%/5.9%/6.2%，价差 0.54/0.55/0.56 元每方；毛利 72.99/80.11/88.02 亿元，毛利率 11.6%/12.2%/12.6%。

天然气批发：气量稳增，转售利润回落。2024-2026 年气量增速分别为 0.3%/2.4%/4.6%，单方毛利 0.03 元；毛利 2.55/2.61/2.73 亿元，毛利率 0.9%/0.9%/0.9%。

工程安装：随地产周期而下行，2024-2026 年居民接驳量 147/122/102 万户，以每年 16-22%的速度下滑；毛利 16.47/12.88/10.37 亿元，毛利率 40%/37%/35%。

泛能业务：2024-2026 年综合能源销量 434/490/529 亿千瓦时，增速 25%/13%/8%，毛利 22.56/25.49/27.53 亿元，毛利率 13%/13%/13%。

智家业务：2024-2026 年毛利 30.08/33.99/36.71 亿元，增速 19.5%/13.0%/8.0%，毛利率 65%/65%/65%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：公司分业务预测

亿元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、工程安装						
收入		59.50	53.37	41.18	34.81	29.63
	yoy	*-26.4%*	*-10.3%*	*-22.8%*	*-15.5%*	*-14.9%*
毛利		29.41	27.70	16.47	12.88	10.37
	yoy	*-33.9%*	*-5.8%*	*-40.5%*	*-21.8%*	*-19.5%*
毛利率（%）		49.4%	51.9%	40.0%	37.0%	35.0%
新增居民户数（万户）		211	187	147	122	102
	yoy	*-20.4%*	*-11.2%*	*-21.7%*	*-17.1%*	*-16.5%*
新增工商户户数（处）		22003	18706	17000	16000	15000
	yoy	*-13.1%*	*-15.0%*	*-9.1%*	*-5.9%*	*-6.3%*
2、泛能业务						
收入		109.51	145.13	173.50	196.06	211.74
	yoy	*40.3%*	*32.5%*	*19.5%*	*13.0%*	*8.0%*
毛利		15.56	19.07	22.56	25.49	27.53
	yoy	*14.0%*	*22.6%*	*18.3%*	*13.0%*	*8.0%*
毛利率（%）		14.2%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
综合能源销量（亿千瓦时）		222.40	347.00	433.75	490.14	529.35
	yoy	*16.7%*	*56.0%*	*25.0%*	*13.0%*	*8.0%*
3、天然气零售						
收入		600.82	606.11	628.38	654.38	697.64
	yoy	*22.0%*	*0.9%*	*3.7%*	*4.1%*	*6.6%*
毛利		64.45	60.49	72.99	80.11	88.02
	yoy	*4.6%*	*-6.1%*	*20.7%*	*9.8%*	*9.9%*
毛利率（%）		10.7%	10.0%	11.6%	12.2%	12.6%
零售气量（亿方）		259.4	251.4	264.5	280.1	297.4
	yoy	*2.7%*	*-3.1%*	*5.2%*	*5.9%*	*6.2%*
价差（元/方）		0.48	0.50	0.54	0.55	0.56
4、天然气批发						
收入		299.54	296.95	280.50	278.40	291.20
	yoy	*16.9%*	*-0.9%*	*-5.5%*	*-0.7%*	*4.6%*
毛利		27.36	10.95	2.55	2.61	2.73
	yoy	*664.2%*	*-60.0%*	*-76.7%*	*2.4%*	*4.6%*
毛利率（%）		9.1%	3.7%	0.9%	0.9%	0.9%
批发气量（亿方）		67.56	84.77	85.00	87.00	91.00
	yoy	*-13.7%*	*25.5%*	*0.3%*	*2.4%*	*4.6%*
单方毛利（元/方)		0.40	0.13	0.03	0.03	0.03
5、智家业务						
收入		31.14	37.02	46.28	52.29	56.47
	yoy	*33.0%*	*18.9%*	*25.0%*	*13.0%*	*8.0%*
毛利		20.78	25.17	30.08	33.99	36.71
	yoy	*20.6%*	*21.1%*	*19.5%*	*13.0%*	*8.0%*
毛利率（%）		66.7%	68.0%	65.0%	65.0%	65.0%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

营业收入						
收入		1100.51	1138.58	1169.84	1215.93	1286.69
	yoy		*3.5%*	*2.7%*	*3.9%*	*5.8%*
毛利		157.56	143.38	144.65	155.08	165.36
	yoy		*-9.0%*	*0.9%*	*7.2%*	*6.6%*
毛利率（%）		14.3%	12.6%	12.4%	12.8%	12.9%
其他收入		3.15	3.24	3.24	3.24	3.24
营业总收入		1103.66	1141.82	1173.08	1219.17	1289.93

数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 68.07/70.84/73.17 亿元，同比-0.1%/+4.1%/+3.3%，对应当前 PE9.1/8.7/8.5 倍（估值日期 2025/3/20）。**天然气销售业务稳定发展，泛能、智家业务快速增长，国际转售利润回落，估值待修复；我们选取同为全国城燃龙头的昆仑能源、华润燃气做对比；与同业公司相比，公司估值偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。**

表4：同业公司对比（估值日期 2025/3/20）

公司简称	股票代码	股价（港元/股）	市值（亿港元）	归母净利润（亿元/亿港元）				2023-2026年归母净利润CAGR	P/E			
				2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
昆仑能源	0135.HK	8.20	710	56.82	61.06	65.60	70.60	7.5%	11.5	10.7	10.0	9.3
华润燃气	1193.HK	29.00	671	52.24	57.22	62.71	67.88	9.1%	12.8	11.7	10.7	9.9
同业平均				**52.44**	**56.85**	**61.65**	**66.53**	**8.3%**	**12.1**	**11.2**	**10.3**	**9.5**
新奥能源	2688.HK	59.45	673	68.16	68.07	70.84	73.17	2.4%	9.1	9.1	8.7	8.5

注：新奥能源和昆仑能源的归母净利润币种为人民币，华润燃气为港元。盈利预测均来自东吴证券研究所。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

经济增速不及预期：天然气消费量与经济发展速度密切相关，如未来经济增速不及预期，将对国内天然气消费量增长产生不利影响。

极端天气&国际局势变化：如遇极端天气、国际局势变动进而出现针对天然气的能源制裁等情况，将对全球天然气供需产生扰动，各地气价可能会产生较大变动，对国内天然气供应商盈利能力造成影响；城燃终端价格调整仍存在时滞，对当期盈利水平造成不利影响，长时间维度来看影响可控。

安全经营风险：天然气易燃易爆，如在储配过程中发生爆炸等安全事故，将对业内公司生产经营产生影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新奥能源三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**26,375.00**	**30,745.39**	**30,203.31**	**33,174.43**
现金及现金等价物	9,689.00	11,521.05	11,015.16	13,131.53
应收账款及票据	4,732.00	5,286.45	5,156.81	5,539.63
存货	1,682.00	1,848.41	1,875.74	1,966.53
其他流动资产	10,272.00	12,089.48	12,155.61	12,536.74
非流动资产	**76,756.00**	**79,873.33**	**82,460.50**	**84,757.93**
固定资产	50,330.00	53,216.80	55,498.13	57,198.20
商誉及无形资产	7,620.00	7,315.20	7,022.59	6,741.69
长期投资	9,825.00	10,513.33	11,111.78	11,990.04
其他长期投资	4,876.00	4,876.00	4,876.00	4,876.00
其他非流动资产	4,105.00	3,952.00	3,952.00	3,952.00
资产总计	**103,131.00**	**110,618.72**	**112,663.81**	**117,932.36**
流动负债	**34,923.00**	**38,107.63**	**35,827.18**	**36,734.69**
短期借款	8,767.00	6,767.00	5,072.67	4,572.67
应付账款及票据	6,147.00	7,566.55	7,029.90	7,544.28
其他	20,009.00	23,774.08	23,724.62	24,617.74
非流动负债	**19,946.00**	**19,504.00**	**19,104.00**	**18,804.00**
长期借款	13,156.00	12,656.00	12,256.00	11,956.00
其他	6,790.00	6,848.00	6,848.00	6,848.00
负债合计	**54,869.00**	**57,611.63**	**54,931.18**	**55,538.69**
股本	117.00	117.00	117.00	117.00
少数股东权益	5,602.00	6,530.22	7,496.22	8,493.94
归属母公司股东权益	42,660.00	46,476.88	50,236.41	53,899.73
负债和股东权益	**103,131.00**	**110,618.72**	**112,663.81**	**117,932.36**

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	9,612.00	12,029.84	9,349.45	10,894.01
投资活动现金流	(4,849.00)	(3,893.97)	(3,698.40)	(3,634.88)
筹资活动现金流	(3,143.00)	(6,308.83)	(6,161.94)	(5,147.76)
现金净增加额	1,633.00	1,832.05	(505.89)	2,116.37
折旧和摊销	2,840.00	2,418.00	2,511.28	2,580.83
资本开支	(6,987.00)	(5,000.00)	(4,500.00)	(4,000.00)
营运资本变动	(403.00)	2,646.29	(549.93)	552.76

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**114,182.00**	**117,308.43**	**121,917.09**	**128,992.78**
营业成本	99,520.00	102,519.56	106,085.24	112,133.24
销售费用	1,171.00	1,228.34	1,301.05	1,376.76
管理费用	4,144.00	4,164.65	4,559.74	4,953.75
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他费用	297.00	304.16	364.78	450.34
经营利润	**9,050.00**	**9,091.73**	**9,606.28**	**10,078.70**
利息收入	189.00	145.34	172.82	165.23
利息支出	792.00	813.78	738.12	689.45
其他收益	1,558.00	1,583.37	1,400.04	1,243.38
利润总额	**10,005.00**	**10,006.65**	**10,441.03**	**10,797.86**
所得税	2,273.00	2,271.51	2,391.00	2,483.51
净利润	**7,732.00**	**7,735.14**	**8,050.03**	**8,314.35**
少数股东损益	916.00	928.22	966.00	997.72
归属母公司净利润	**6,816.00**	**6,806.92**	**7,084.03**	**7,316.63**
EBIT	10,608.00	10,675.09	11,006.33	11,322.08
EBITDA	13,448.00	13,093.09	13,517.61	13,902.91

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益(元)	6.03	6.02	6.26	6.47
每股净资产(元)	37.71	41.09	44.41	47.65
发行在外股份(百万股)	1,131.22	1,131.22	1,131.22	1,131.22
ROIC(%)	12.09	11.57	11.51	11.32
ROE(%)	15.98	14.65	14.10	13.57
毛利率(%)	12.59	12.36	12.75	12.85
净利率(%)	5.99	5.82	5.83	5.69
资产负债率(%)	53.20	52.08	48.76	47.09
收入增长率(%)	3.46	2.74	3.93	5.80
净利润增长率(%)	16.21	(0.13)	4.07	3.28
P/E	9.08	9.09	8.73	8.46
P/B	1.45	1.33	1.23	1.15
EV/EBITDA	5.36	5.33	5.04	4.69

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，港元汇率为2025 年3 月20 日的0.92***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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。

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