

2026 年度投资峰会速递—— 盈利与分红双重增长带来价值重估

华泰研究

2025 年 11 月 07 日 | 中国香港

动态点评

燃气及分销

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

8.58

11 月 6 日昆仑能源出席了我们组织的 2026 年度投资峰会,会上公司介绍了核心业务运营趋势与重要进展,包括零售气量增长、LNG 产业链协同、LPG 销售及原油业务表现,同时回应投资者关于毛差趋势、中长期规划、非气业务及分红政策等核心关切,明确全年业务指引落地节奏与未来“燃气+新能源”发展方向。我们看好公司长期价值重估,盈利与分红具备双重增长空间,维持“买入”评级。

投资者关注的要点:

1、核心业务运营表现有望达成全年指引。公司 1-9 月零售气增长呈中低单位数 (1H25: 2.2%), 工业用户高单位数增长为主要贡献, 我们预计全年零售气量增速有望重回 5%; LNG 接收站高效运行, 我们预计全年负荷率 85%-90%; LPG 1-9 月高单位数增长, 考虑到 Q4 资源变化, 我们预计全年有望实现小幅增长; 原油年产量有望稳定在 800 万桶。我们认为, 尽管零售气增速受外部环境略有承压, 但工业端支撑与 LNG 产业链协同效应显著, 全年各项业务表现有望达成全年指引。

2、毛差向上趋势与成本端积极变化。上半年毛差 0.44 元/方 (同比降 0.01 元), 主要受加气站整合及工业端让利促销策略影响; 我们判断下半年毛差有望环比稳中有升, 核心因冬季成本端优化。中长期看, 双碳目标下燃气需求 (工业、发电为主) 稳健, 叠加行业定价机制保障, 我们认为毛差有望维持合理区间, 成本端改善将进一步夯实盈利韧性。

3、中长期规划明确与非气业务布局。公司明确中长期聚焦“创新、绿色、市场、资本、低成本”五大战略, 目标打造国内领先综合能源供应商, 天然气终端市场份额望匹配上游供给; 非气业务中, 山东 38 万千瓦陆上风电标杆项目计划 3Q26 投运, “昆仑慧享+”增值业务增速良好但规模仍小。我们认为, 依托中石油全产业链优势与 LNG 基建 (福建接收站计划 2027 年投运) 布局, 叠加新能源业务逐步发力, 公司长期增长动能充足。

4、分红比例持续提升, 股息率具备吸引力: 公司中期股息 0.166 元 / 股 (yoy+1.2%), 分红比例 45.5% (yoy+2.5pp), 当前股价对应 2025E 股息率 4.8%。2023-2025 年派息政策稳步落地, 2026-2028 年新政策有望更趋积极。我们认为, 高分红属性叠加盈利韧性, 有望持续提升公司长期配置价值。

盈利预测与估值

我们维持公司 2025-27 年归母 (核心) 净利预测为 61.5/64.9/68.4 亿元, 对应 EPS 0.71/0.75/0.79 元。维持目标价 8.58 港币, 基于 11x 2025E PE 和港币兑人民币中间价 0.91。目标 PE 高于三年平均 7.7xPE (FTM 未来 12 个月预期), 派息扩张有望带来公司长期价值重估。

风险提示: 内需增长放缓; 并购交易不达预期; 全球天然气市场不确定性。

王玮嘉

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

研究员

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

研究员

liyalin018092@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

胡知*

SAC No. S0570523120002

研究员

huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪*

SAC No. S0570124070105

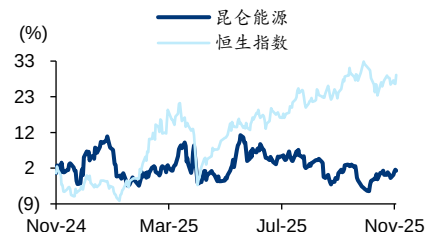
联系人

kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (港币 截至 11 月 6 日)	7.30
市值 (港币百万)	63,209
6 个月平均日成交额 (港币百万)	106.54
52 周价格范围 (港币)	6.80-8.48

股价走势图



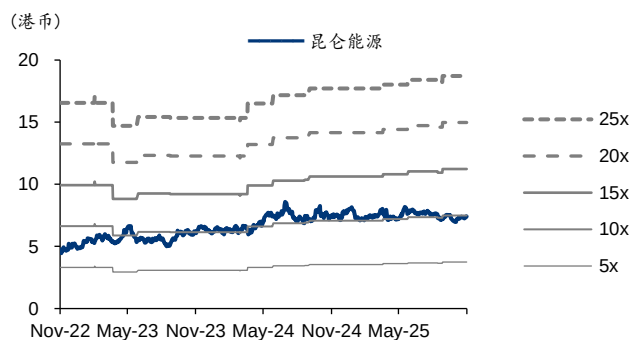
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	187,046	190,463	197,299	205,428
+/-%	5.46	1.83	3.59	4.12
归属母公司净利润 (百万)	5,960	6,147	6,493	6,842
+/-%	4.89	3.14	5.64	5.37
EPS (最新摊薄)	0.73	0.71	0.75	0.79
ROE (%)	9.27	9.19	9.22	9.23
PE (倍)	9.07	9.38	8.88	8.42
PB (倍)	0.88	0.84	0.80	0.76
EV EBITDA (倍)	4.60	4.37	4.01	3.64
股息率 (%)	4.74	4.80	5.41	5.93

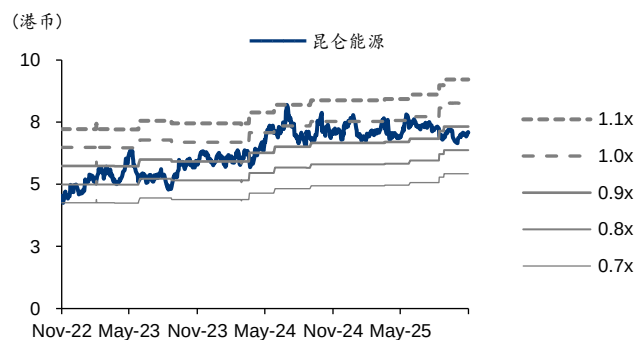
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 昆仑能源 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表2: 昆仑能源 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	177,354	187,046	190,463	197,299	205,428
销售成本	(156,083)	(166,822)	(168,588)	(174,336)	(181,311)
毛利润	21,271	20,224	21,875	22,963	24,117
销售及分销成本	(3,656)	(3,491)	(3,555)	(3,682)	(3,834)
管理费用	(5,970)	(5,830)	(5,936)	(6,150)	(6,403)
其他收入/支出	(7.00)	451.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(90.00)	155.00	231.75	340.84	506.57
应占联营公司利润及亏损	1,045	1,126	1,147	1,188	1,237
税前利润	12,593	12,635	13,031	13,766	14,505
税费开支	(3,338)	(3,128)	(3,226)	(3,408)	(3,591)
少数股东损益	3,573	3,547	3,658	3,864	4,072
归母净利润	5,682	5,960	6,147	6,493	6,842
折旧和摊销	(4,992)	(5,527)	(6,219)	(6,973)	(7,723)
EBITDA	17,675	18,007	19,018	20,398	21,722
EPS (人民币, 基本)	0.71	0.73	0.71	0.75	0.79

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,155	1,131	1,152	1,193	1,242
应收账款和票据	10,455	11,014	11,215	11,618	12,096
现金及现金等价物	27,353	27,827	28,214	30,604	35,131
其他流动资产	18,235	17,265	17,265	17,265	17,265
总流动资产	57,198	57,237	57,846	60,680	65,734
固定资产	68,032	66,797	68,942	70,333	70,174
无形资产	1,755	1,526	1,526	1,526	1,526
其他长期资产	16,534	17,830	18,977	20,164	21,401
总长期资产	86,321	86,153	89,445	92,024	93,101
总资产	143,519	143,390	147,291	152,703	158,836
应付账款	27,800	25,224	25,118	25,587	26,215
短期借款	5,464	9,133	8,220	7,398	6,658
其他负债	1,319	1,319	1,319	1,319	1,319
总流动负债	34,583	35,676	34,656	34,304	34,192
长期债务	19,027	14,329	12,180	10,353	8,800
其他长期债务	4,126	4,550	4,550	4,550	4,550
总长期负债	23,153	18,879	16,730	14,903	13,350
股本	71.00	71.00	71.00	71.00	71.00
储备/其他项目	63,378	65,078	68,490	72,217	75,942
股东权益	63,449	65,149	68,561	72,288	76,013
少数股东权益	22,334	23,686	27,344	31,209	35,281
总权益	85,783	88,835	95,905	103,497	111,294

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	9.38	9.07	9.38	8.88	8.42
PB	0.91	0.88	0.84	0.80	0.76
EV EBITDA	4.67	4.60	4.37	4.01	3.64
股息率 (%)	4.26	4.74	4.80	5.41	5.93
自由现金流收益率 (%)	16.41	9.03	12.42	15.15	18.72

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	17,675	18,007	19,018	20,398	21,722
融资成本	90.00	(155.00)	(231.75)	(340.84)	(506.57)
营运资本变动	328.00	(3,111)	(328.15)	25.55	99.78
税费	(3,338)	(3,128)	(3,226)	(3,408)	(3,591)
其他	(347.00)	972.37	(914.82)	(846.88)	(730.09)
经营活动现金流	14,408	12,585	14,317	15,828	16,994
CAPEX	(5,179)	(6,602)	(8,364)	(8,364)	(7,564)
其他投资活动	4,118	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,061)	(6,602)	(8,364)	(8,364)	(7,564)
债务增加量	(714.00)	(1,029)	(3,063)	(2,649)	(2,293)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,198)	(2,457)	(2,735)	(2,766)	(3,117)
其他融资活动现金流	(3,127)	(2,023)	231.75	340.84	506.57
融资活动现金流	(6,039)	(5,509)	(5,566)	(5,074)	(4,903)
现金变动	7,308	474.00	387.42	2,390	4,527
年初现金	20,042	27,353	27,827	28,214	30,604
汇率波动影响	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	27,353	27,827	28,214	30,604	35,131

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	3.15	5.46	1.83	3.59	4.12
毛利润	1.39	(4.92)	8.16	4.97	5.03
营业利润	11.48	(2.44)	9.07	6.03	5.70
净利润	8.68	4.89	3.14	5.64	5.37
EPS	(2.18)	3.50	(3.34)	5.64	5.37
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	11.99	10.81	11.49	11.64	11.74
EBITDA	9.97	9.63	9.99	10.34	10.57
净利润率	3.46	3.40	3.23	3.29	3.33
ROE	9.21	9.27	9.19	9.22	9.23
ROA	4.02	4.15	4.23	4.33	4.39
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(4.51)	(6.70)	(11.40)	(17.78)	(25.88)
流动比率	1.65	1.60	1.67	1.77	1.92
速动比率	1.62	1.57	1.64	1.73	1.89

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.26	1.30	1.31	1.32	1.32
应收账款周转天数	21.55	20.66	21.01	20.83	20.78
应付账款周转天数	64.03	57.21	53.75	52.35	51.43
存货周转天数	2.58	2.47	2.44	2.42	2.42
现金转换周期	(39.90)	(34.09)	(30.30)	(29.10)	(28.23)

每股指标 (人民币)

EPS	0.71	0.73	0.71	0.75	0.79
每股净资产	7.33	7.52	7.92	8.35	8.78

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司