

首华燃气 (300483)

资源+技术驱动，深层煤层气先行者迎业绩拐点

买入 (首次)

2026年01月20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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,354	1,546	2,456	2,955	3,538
同比 (%)	(33.80)	14.19	58.89	20.30	19.72
归母净利润 (百万元)	(246.01)	(710.95)	102.04	316.32	545.81
同比 (%)	(697.95)	(188.99)	114.35	210.00	72.55
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.85)	(2.45)	0.35	1.09	1.88
P/E (现价&最新摊薄)	(19.12)	(6.61)	46.09	14.89	8.64

股价走势



投资要点

■ **公司成功转型为天然气上游开采商，股权激励锁定营收高增。**公司通过逐步收购转型为天然气上游开采商，截至 2025/9/30，公司直接+间接持股中海沃邦（石楼西区块作业方）合计 67.5% 股权。2024 年公司实施股票激励计划，以 2023 年营业收入（不含园艺用品）为基准对 2024 年-2026 年营业收入增长率进行考核。2024-2026 年 100% 可归属比例下公司收入增速为 40%、120%、160%；80% 可归属比例下（触发值）公司收入增速为 30%、100%、140%。2024 年公司营业收入 15.46 亿元，达到触发值。

■ **行业：深层煤层气前景广阔，技术突破带动成本下降：煤层气开采进入深层规模开发阶段，深层煤层气资源丰富，资源量为浅层 3 倍以上。**我国煤层气勘探开发大致可以划分为 4 个阶段，2021 年起进入深层规模开发阶段；以大宁-吉县区块（中油煤开发）为代表的深层煤层气井较国内“十三五”期间中浅层煤层气同井型产气量提高接近一个数量级；根据中国石油勘探期刊 2024 年的统计结果，我国 1500m 以深煤层气资源量约 69 万亿方，是 1500m 以浅煤层气资源量的 3 倍以上，开采潜力大。**随技术进步有望实现开采成本下降。**据首华燃气数据，2024 年公司油气资产单方折耗约 0.85 元；随着新井的投产，单方折耗将持续趋近 0.53 元/方，实现综合开采成本下降。**未来随技术进步投资成本下降、气量上升固定成本摊薄，单位成本有望进一步下行。**

■ **公司自产量具备 7 倍释放潜力，财政支持进一步增厚利润。石楼西区块紧邻大吉区块，具备深层煤层气开采的资源&技术优势。**中海沃邦与中油煤合作开发石楼西区块，产出的气共同销售并各自取得分成收入。石楼西区块紧邻大吉区块，二者均处于鄂尔多斯盆地东缘；公司与深层煤层气开采经验丰富的中油煤紧密联系、成立联合项目组，助推石楼西区块顺利开发。**石楼西区块设计天然气产能共 35 亿方/年，与 2024 年相比具备 7 倍产量释放空间。**公司煤层气开采总体设计规模 13 亿方/年，致密气 22 亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案。2024 年公司实现 4.7 亿方自产量，产量具备 7 倍释放空间。**受益于补贴政策，盈利进一步提升。**2025 年 3 月，财政部印发《清洁能源发展专项资金管理办法》，对煤层气的补贴权重系数从 1.2 提高到 1.5，进一步加大了对煤层气开发利用的支持力度。煤层气补贴发放按“多增多补”的原则，根据超过上年开采利用量的超额程度给予梯级奖补。2025 年 12 月，公司公告收到政府补贴 1.7 亿元，为 2025 全年利润打下良好基础。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.02/3.16/5.46 亿元，同比增速 114%/210%/73%，对应 PE46/15/9 倍（估值日期 2026/1/20）。公司受益于深层煤层气技术革新，气量&利润增速显著高于同行；首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政府补贴政策变化，开采进度不及预期，安全经营风险，宏观经济转弱

市场数据

收盘价(元)	16.20
一年最低/最高价	6.68/18.96
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	4,700.79
总市值(百万元)	4,702.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.02
资产负债率(% ,LF)	56.87
总股本(百万股)	290.29
流通 A 股(百万股)	290.17

相关研究

内容目录

1. 成功转型为天然气上游开采商，股权激励锁定营收高增	4
1.1. 转型进入天然气上游开采，剥离园艺用品业务.....	4
1.2. 股权激励锁定营收增长，现金流优质分红潜力待释放.....	5
2. 行业：深层煤层气前景广阔，技术突破带动成本下降	9
2.1. 煤层气开采进入深层规模开发阶段，深层资源量为浅层 3 倍以上.....	9
2.2. 技术进步带动开采成本下降.....	12
3. 公司：上游气源开采放量，扩展中游管网业务	12
3.1. 天然气开采与销售：产量具备 7 倍释放潜力，财政支持增厚利润.....	12
3.2. 天然气中游代输增压：稳定的利润来源.....	16
4. 盈利预测与投资评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

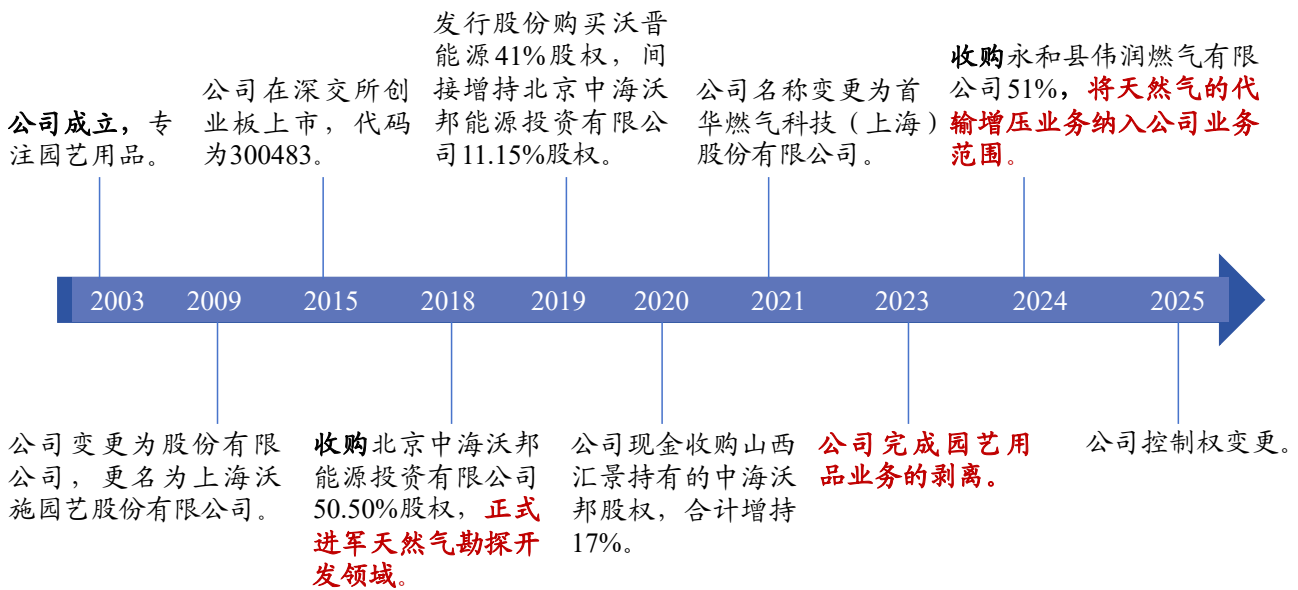
图 1:	首华燃气发展历史.....	4
图 2:	截至 2025 年 11 月, 首华燃气股权结构.....	5
图 3:	2019-2025H1 公司营业收入 (亿元)	6
图 4:	2019-2025H1 公司归母净利润 (亿元)	6
图 5:	2017-2024 公司资产组成 (亿元)	7
图 6:	2017-2024 公司毛利组成 (亿元)	7
图 7:	2017-2025H1 公司净利率&毛利率	8
图 8:	2017-2025H1 公司期间费用率降低	8
图 9:	2017-2024 公司 ROE 水平	8
图 10:	2019-2025H1 公司现金流 (亿元)	8
图 11:	2017-2024 公司经营现金流构成 (亿元)	9
图 12:	2015-2024 年每股股利与分红比例	9
图 13:	我国煤层气开采四大阶段.....	10
图 14:	大宁-吉县区块吉深 6-7 平 01 井排采曲线.....	11
图 15:	我国不同深度煤层气资源量评价 (估算) 结果.....	12
图 16:	开采投资成本对比 (元/方)	12
图 17:	石楼西区块地理位置示意图.....	13
图 18:	石楼西区块合作开发模式.....	13
图 19:	截至 2025H1 公司天然气储量.....	14
图 20:	2018-2025Q1 公司天然气生产情况	15
图 21:	2018-2025Q1 公司生产井数量 (口)	15
图 22:	2020-2024 年公司收到政府补贴、利润总额及补贴占利润总额比例	15
图 23:	2025 年 3 月 3 日《清洁能源发展专项资金管理办法》图解.....	16
图 24:	2024、2025Q1 公司代输增压业务输气量, 营业收入和毛利率.....	16
表 1:	控制权变更过程.....	5
表 2:	股权激励计划目标.....	6
表 3:	我国“十三五”与“十四五”期间煤层气勘探开发主要理论技术对比表	11
表 4:	我国深层煤层气勘探开发主要进展.....	11
表 5:	截至 2025H1 公司天然气开采设计产能、分成比例.....	14
表 6:	公司各业务预测.....	17
表 7:	同业对比 (估值日 2026/1/20)	18

1. 成功转型为天然气上游开采商，股权激励锁定营收高增

1.1. 转型进入天然气上游开采，剥离园艺用品业务

成功转型为天然气上游开采商。公司是一家逐步转型、聚焦天然气业务的燃气供应商。2003 年，公司成立，初始业务聚焦园艺用品；2009 年，公司变更为股份有限公司，更名为上海沃施园艺股份有限公司；2015 年，于深交所创业板上市；2018 年，公司通过收购控制北京中海沃邦能源投资有限公司（石楼西区块作业方）50.50% 股权，正式进军天然气勘探开发领域；2019-2021 年，又以发行股份购买资产、现金收购等方式分步收购。**截至 2025/9/30，公司直接持有中海沃邦 30.3% 的股权，同时通过全资控制的宁波耐曲尔股权投资合伙企业、西藏沃晋能源发展有限公司分别间接持有中海沃邦 10%、27.2% 的股份，以上直接与间接持股合计达 67.5%，持续深化天然气上游布局。**2021 年，公司名称变更为首华燃气科技（上海）股份有限公司。2023 年完成原有园艺用品业务的剥离，实现业务全面向天然气领域聚焦。2024 年，公司收购永和县伟润燃气有限公司 51% 股权，将天然气代输增压纳入业务范围，进一步完善天然气产业链；2025 年，公司发生控制权变更，后续将持续推进天然气领域的业务拓展。

图1：首华燃气发展历史



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

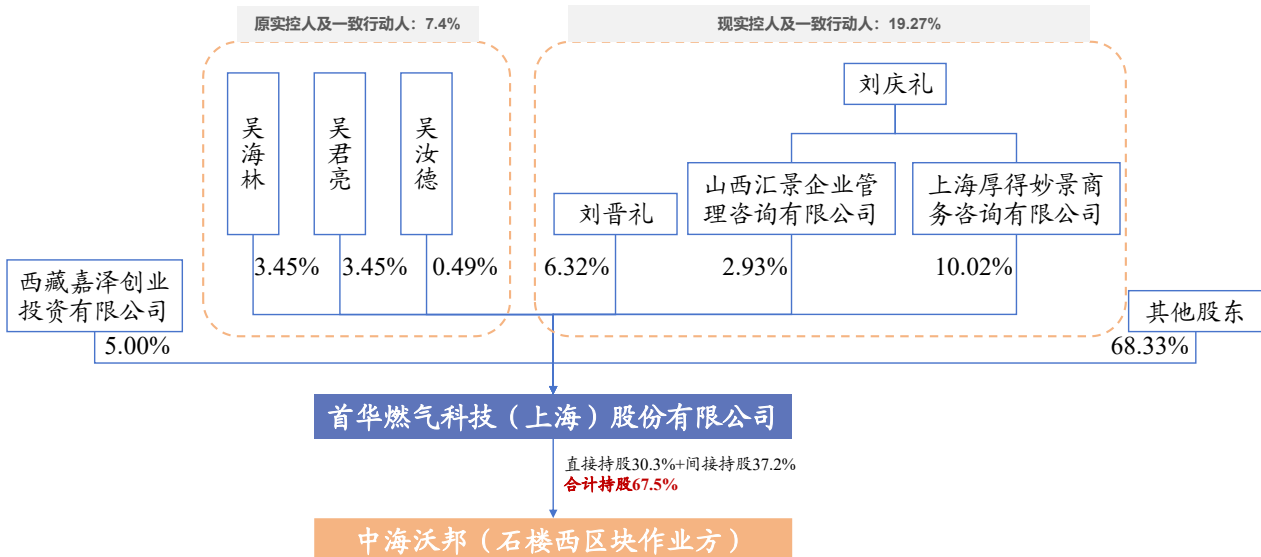
公司于 2025 年完成控制权变更。首华燃气科技（上海）股份有限公司的股权由投资机构、企业主体及自然人实控人共同组成。截至 2025 年 11 月，刘晋礼与刘庆礼为公司实控人，分别持股 6.32%、12.95%。控股权于 2025 年 11 月发生变更，控股权调整的核心原因在于原控股股东赣州海德投资（海德投资）计划退出，刘庆礼、刘晋礼方通过协议受让 10.02% 股份并以一致行动整合表决权承接控制权，二人形成合计 19.27% 的控股比例。

表1: 控制权变更过程

时间	事件	细节
2024年11月26日	签署初步协议	刘庆礼与海德投资签订股份转让协议。 标的: 2721.6万股 (占截至2025/6/30的总股本10.02%) 价格: 12.15元/股 总价: 3.31亿元
2025年9月5日	签署补充协议	解除原协议, 调整交易结构。 受让方变更: 由刘庆礼个人变更为其实际控制的上海厚得妙景。 交易内容: 海德投资向上海厚得妙景转让上述全部股份及对应权益。
交易完成后	控制权交接	新控制方: 公司控股股东变更为厚得妙景及其一致行动人山西汇景、刘晋礼; 公司实际控制人变更为刘庆礼、刘晋礼。 原控制方: 海德投资不再持有公司股份, 正式退出。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 截至2025年11月, 首华燃气股权结构



注: 海德投资在控制权变更前持有公司10.05%的股权, 为公司原实控人及一致行动人; 控制权变更后海德投资不再持有公司股权。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 股权激励锁定营收增长, 现金流优质分红潜力待释放

公司股权激励锁定营收高速增长。2023年首华燃气完成股权激励前期核心筹备, 于2022年11月审批通过股份回购方案, 2023年11月完成397.75万股股份回购(占当时总股本1.37%), 支付资金5514.03万元, 为后续激励计划落地储备股份。2024年公司正式推出并实施“2024年限制性股票激励计划”, 以2023年营业收入为基准对2024年-2026年营业收入定比增长率进行考核。2024-2026年100%可归属比例下公司收入增速为40%、120%、160%; 营收需达16.1亿元、25.3亿元、29.9亿元。2024-2026年80%可归属比例(触发值)下公司收入增速为30%、100%、140%; 营收需达15.0亿元、23.0亿元、27.6亿元。2024年公司营业收入15.46亿元, 达到触发值。

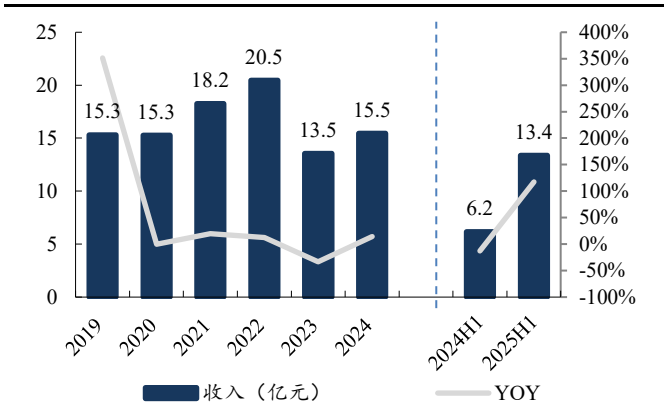
表2: 股权激励计划目标

考核年度	业绩考核(以2023年营业收入为基准的增长率)		营收目标(亿元)	
	目标值 (An)	触发值 (Am)	目标值 (An)	触发值 (Am)
	公司层面可归属比例=100%	公司层面可归属比例=80%	公司层面可归属比例=100%	公司层面可归属比例=80%
2024年	40%	30%	16.1	15.0
2025年	120%	100%	25.3	23.0
2026年	160%	140%	29.9	27.6

注: 以 2023 年营业收入 (不含园艺用品业务的营业收入, 即 11.50 亿元) 为基准
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

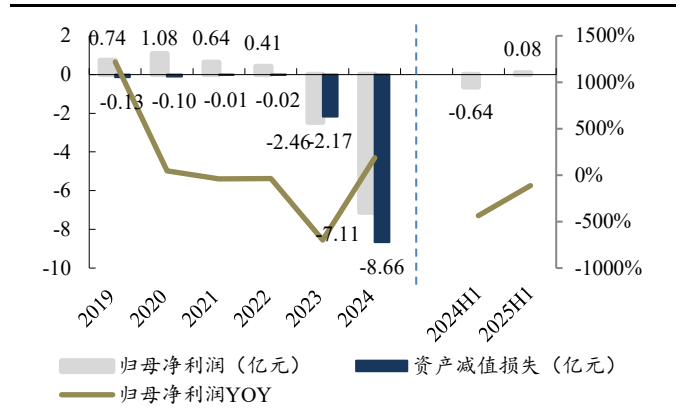
业务转型, 利润承压后修复。2019-2024 年, 公司收入利润波动系业务转型 (剥离园艺业务、持续收购天然气相关资产) 所致; 气源开采节奏、气价存在波动性, 由此带来的减值导致盈利承压; 2025H1 盈利回升得益于业务改善与费用管控。2018 年公司并表中海沃邦后, 资产结构发生较大变化, 商誉及无形资产 (主要为采矿合同权益) 增加。2023-2024 年, 公司分别计提减值 2.17、8.66 亿元, 随气价波动、产量预期调整计提商誉及无形资产减值; 2023 年计提商誉减值 2.17 亿元, 2024 年计提商誉减值 1.80 亿元 (2024 年公司收购永和伟润 51% 股权, 商誉增加 2.36 亿元)、计提无形资产-合同权益减值 6.43 亿元。从业务结构看, 2017-2018 年公司毛利主要来自园艺用品, 2019-2023 年公司呈现“天然气 + 园艺用品”双业务布局; 2024 年, 随园艺业务剥离, 公司基本全部毛利来自天然气业务, 经营重心完全聚焦天然气领域。

图3: 2019-2025H1 公司营业收入 (亿元)



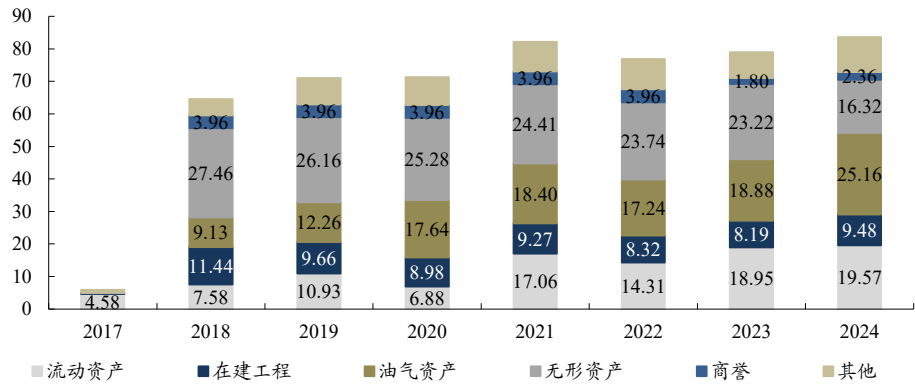
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2019-2025H1 公司归母净利润 (亿元)



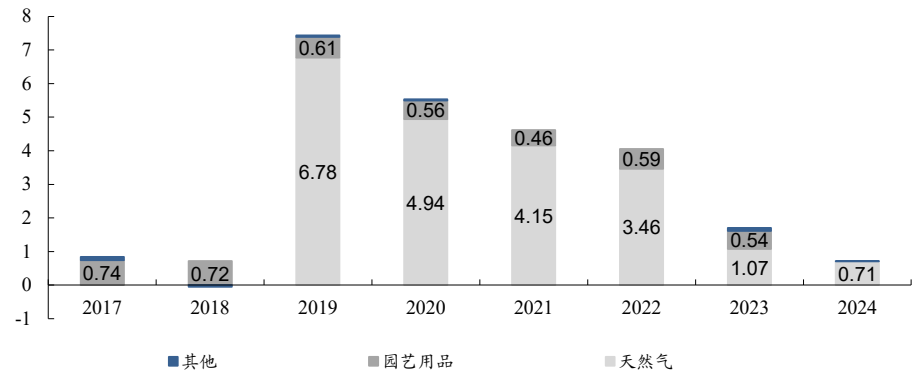
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2017-2024 公司资产组成 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

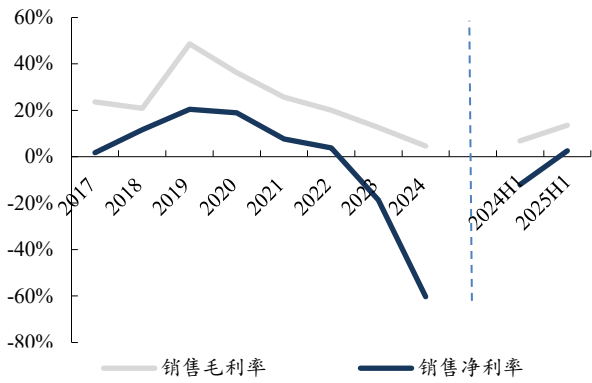
图6: 2017-2024 公司毛利组成 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

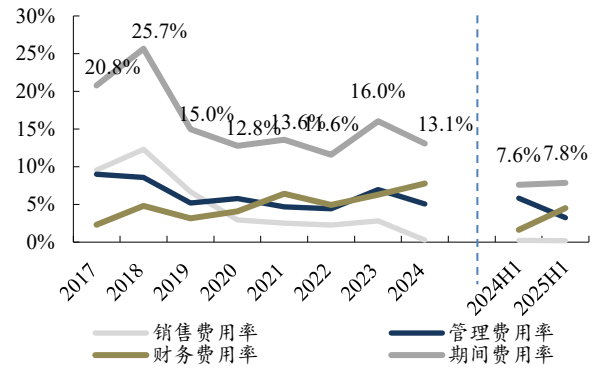
费用管控成效显著。2017-2024 年公司盈利能力经历阶段性调整, 毛利率从 2019 年的 48.55% 持续回落至 2024 年的 4.59%, 净利率同步呈现波动下行态势, 主要系公司业务全面向天然气领域转型过程中, 气价波动、开采量变动影响公司盈利。2025H1 毛利率与净利率回升, 盈利水平逐步修复。费用管控方面成效突出, 2017-2025H1 期间费用率整体呈下降趋势, 从 2017 年的 20.8% 降至 2025H1 的 7.8%; 其中销售费用率降幅最为显著, 管理费用率与财务费用率虽有波动但整体平稳。ROE 水平随业务转型呈现波动, 收购气田资产后公司资产周转率回落、负债率上升, 随着天然气开采业务逐步推进, ROE 有望稳步回升。

图7: 2017-2025H1 公司净利率&毛利率



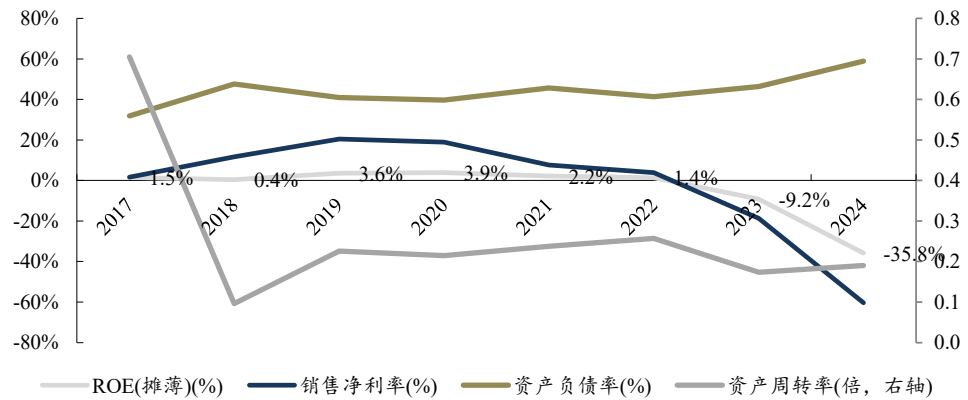
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2017-2025H1 公司期间费用率降低



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

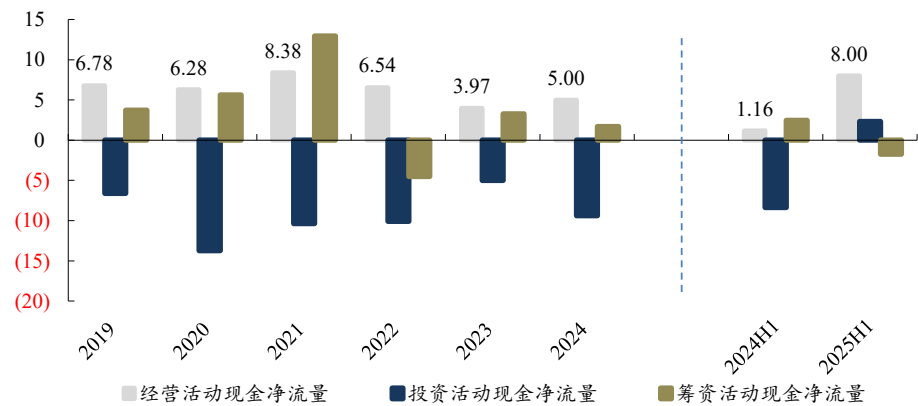
图9: 2017-2024 公司 ROE 水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

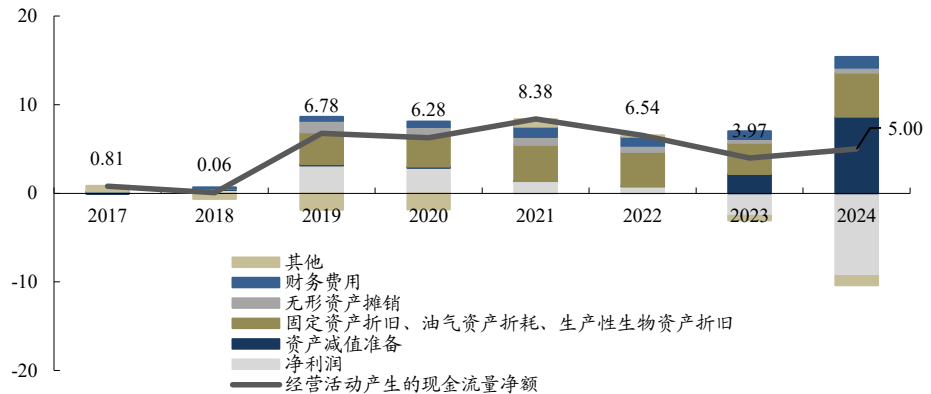
现金流保障资本开支, 支撑公司长期发展。2017-2025H1 公司现金流状况与资本开支节奏匹配, 非付现成本占比高, 为业务运营提供了稳定的资金支撑。公司持续通过收购、项目建设等方式完善天然气业务, 配合筹资活动, 实现了现金流与业务拓展的动态平衡, 为公司天然气领域的长期布局提供了坚实的资金保障。

图10: 2019-2025H1 公司现金流 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

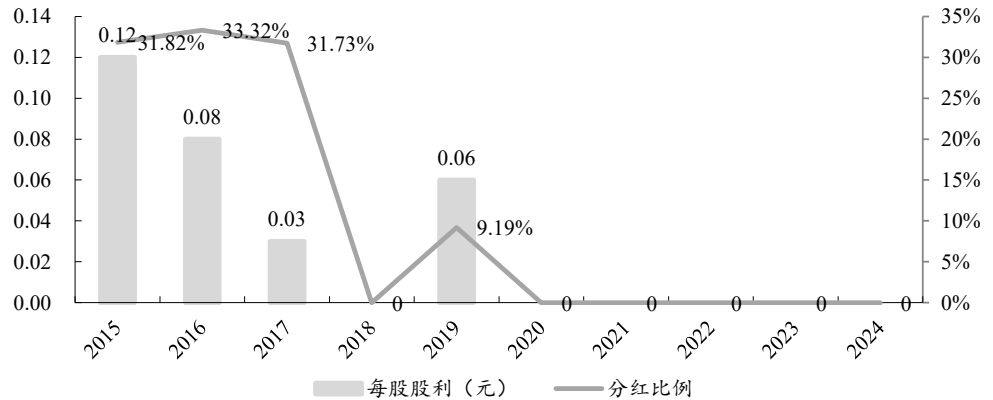
图11: 2017-2024 公司经营现金流构成 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分红具备提升潜力。2015-2017 年公司分红比例维持在 30%左右, 2020 年后未进行现金分红, 主要系公司处于业务转型关键期, 资金优先投入天然气勘探开发等核心领域。随着公司天然气业务进入稳定发展阶段, 盈利水平逐步回升, 叠加业务布局的持续完善, 未来现金流稳定性将进一步增强, 分红具备优化提升潜力, 有望为股东创造持续稳定的投资回报。

图12: 2015-2024 年每股股利与分红比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

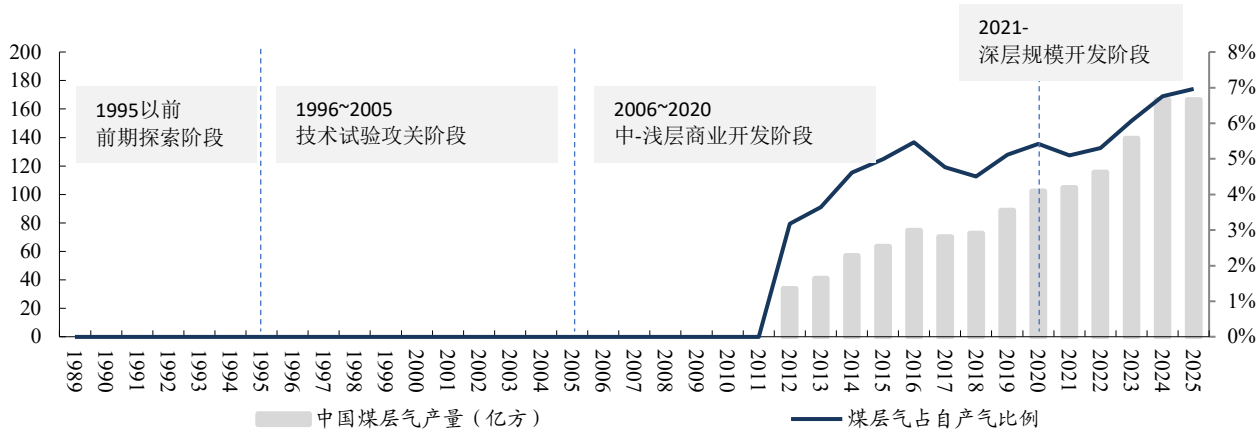
2. 行业: 深层煤层气前景广阔, 技术突破带动成本下降

2.1. 煤层气开采进入深层规模开发阶段, 深层资源量为浅层 3 倍以上

我国煤层气勘探开发大致可以划分为4个阶段,2021年起进入深层规模开发阶段。

一是前期探索阶段(1995年以前):在政府支持下,引进吸收国外煤层气理论和技术,于90年代初启动煤层气勘探。二是技术试验攻关阶段(1996~2005年):以1996年国务院批准成立中联煤层气有限责任公司为标志,我国煤层气产业开始走向专业化道路。我国煤层气产业在借鉴国外煤层气开发经验基础上,煤层气地质理论研究、开采技术与生产试验取得较大进展,为后续煤层气规模开发奠定了基础。三是中-浅层商业开发阶段(2006~2020年):在国家政策大力支持下,煤层气投入快速增加,进入规模开发阶段。该阶段形成沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘两大煤层气产业基地,规模开发深度以1200m以浅为主。“十三五”期间,由于技术对资源条件适应性不足、单井产量低、矿权重叠、油价低导致投资下降等,煤层气产量增长缓慢,煤层气产业面临发展瓶颈。四是深层规模开发阶段(2021年至今):2021年以来,我国煤层气产业开始进入深层煤层气规模开发阶段。该阶段以大规模体积压裂为代表的勘探开发理论技术获得重大突破,深煤层、薄煤层等难采煤层气资源勘探开发取得重大进展,煤层气勘探开发领域大幅拓展。

图13: 我国煤层气开采四大阶段



数据来源:《我国“十四五”煤层气勘探开发新进展与前景展望》, Wind, 东吴证券研究所

深层煤层气资源丰富,产气效果较好,有望成为我国非常规天然气重要接替领域。

“十四五”以来,煤层气重点攻关领域由“十三五”期间以中-浅层煤层气(500~1200m)为主逐步转为以深层煤层气(>1500m)为主,相对应的主要理论技术与“十三五”期间相比有了显著进展,并取得良好的产气效果。2023年以来,我国深层煤层气勘探开发理论认识和技术获得重大突破,创新形成了有利区精准评价、优快钻完井、极限体积压裂、全周期一体化开采等多项勘探开发技术,在此期间,中油煤鄂东大宁-吉县深层煤层气勘探开发示范项目取得了显著成果。以大宁-吉县区块为代表的深层煤层气直井、定向井日产气量多在3000~20000m³;水平井日产气量多在30000~100000m³,较国内“十三五”期间中-浅层煤层气同井型产气量提高接近一个数量级。

表3: 我国“十三五”与“十四五”期间煤层气勘探开发主要理论技术对比表

类别	“十三五”	“十四五”
重点攻关领域	以中—浅层煤层气（500~1200m）为主	以深层煤层气（>1500m）为主
地质认识	成藏特点：以甲烷吸附气为主，占90%以上，游离气极少；含气量：平均为12.4m ³ /t；甜点识别：以录井、测井、二维地震资料为主开展研究，三维地震资料少	成藏特点：吸附气、游离气共存，游离气占20%~40%；含气量：平均为25.2m ³ /t；甜点识别：以三维地震、录井、测井资料为主开展研究，三维地震资料多
钻井工程	完钻井型：直井、定向井为主，水平井较少；井身结构：三开；建井周期：水平井在两个月左右	完钻井型：“L”形水平井为主，直井、定向井较少；井身结构：二开；建井周期：较前期减少30%以上
压裂工艺	压裂理念：常规压裂为主；施工规模：中—小排量（7~12m ³ /min）、中—小液量（<10000m ³ /口）、中—小砂量（30~70m ³ /段）	压裂理念：超大规模极限体积压裂为主；施工规模：大排量（14~18m ³ /min）、大液量（>20000m ³ /口）、大砂量（300~450m ³ /段）
排采管理	排采理念：初期闷井、缓慢、长期；排采技术：双控制逐级排采区域降压技术；排采设备：以抽油机有杆泵为主	排采理念：初期快速返排压裂液，中后期稳液面促解吸；排采技术：全生命周期排采模式；排采设备：以电潜螺杆泵等无杆泵为主
产气效果	产气量低，直井、定向井日产气量多在300~2000m ³ ；水平井日产气量多在3000~10000m ³	产气量高，直井、定向井日产气量多在3000~20000m ³ ；水平井日产气量多在30000~100000m ³

注：深层煤层气理论技术及产气效果以大宁-吉县等区块为主

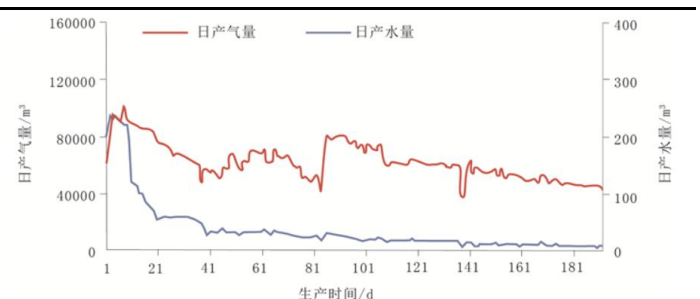
数据来源：《我国“十四五”煤层气勘探开发新进展与前景展望》，东吴证券研究所

表4: 我国深层煤层气勘探开发主要进展

盆地	地区	目的层系	产气情况
鄂尔多斯	大宁—吉县区块	石炭系—二叠系	2021年提交探明地质储量超760×10 ⁸ m ³ ；截至2023年7月底，试采日产气量突破300×10 ⁴ m ³
	神府区块	石炭系—二叠系	探明深层煤层气储量超过1000×10 ⁸ m ³
	临兴区块	石炭系—二叠系	深煤1号水平井初期日产气6×10 ⁴ m ³
	大牛地气田	石炭系—二叠系	阳煤1HF井压后初期日产气6×10 ⁴ m ³
	筵川南区块	石炭系—二叠系	进入开发阶段，年产气量约4×10 ⁸ m ³
四川	南川区块	二叠系	阳2井自喷生产日产气量为1.2×10 ⁴ m ³
准噶尔	五彩湾	侏罗系	彩探1H井压后测试最高日产气量5.7×10 ⁴ m ³

数据来源：《我国“十四五”煤层气勘探开发新进展与前景展望》，东吴证券研究所

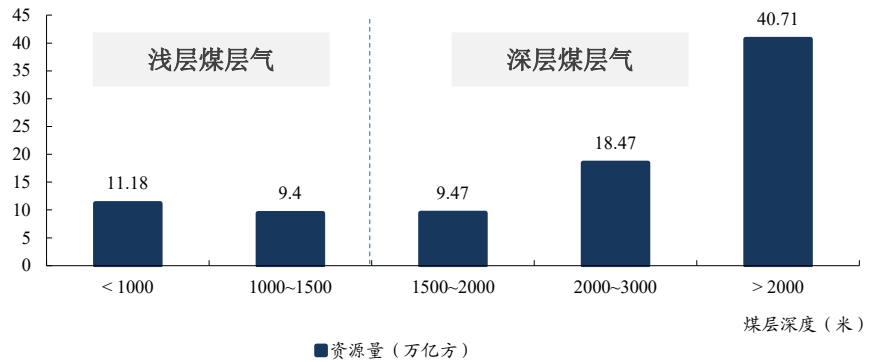
图14: 大宁-吉县区块吉深6-7平01井排采曲线



数据来源：《我国“十四五”煤层气勘探开发新进展与前景展望》，东吴证券研究所

深层煤层气资源量为浅层煤层气3倍以上。根据中国石油勘探期刊2024年的统计结果，我国1500m以深煤层气资源量在69万亿方左右，是1500m以浅煤层气资源量（21万亿方）的3倍以上。此外，煤层与致密砂岩、页岩等互层共生，深层煤系含气资源量巨大。我国先后在鄂尔多斯盆地的大宁—吉县区块和神府区块发现了两个千亿立方米级的深层煤层气田，在准噶尔、四川等盆地也取得勘探突破，产量呈现持续快速攀升的势头。

图15: 我国不同深度煤层气资源量评价(估算)结果

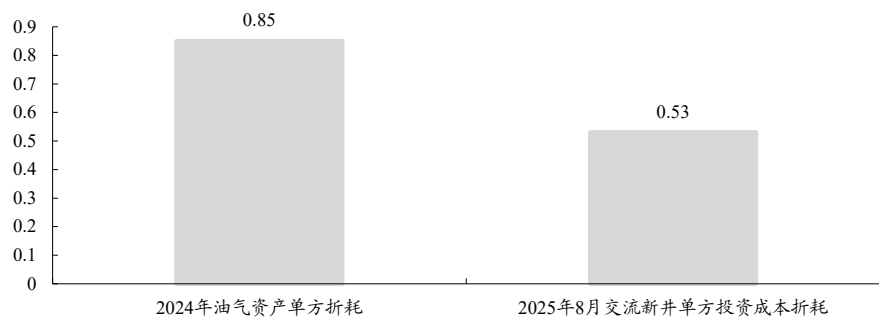


数据来源: 自然资源部油气资源战略研究中心, 中国石油勘探开发研究院, 东吴证券研究所

2.2. 技术进步带动开采成本下降

技术进步有望带动投资成本下降 0.32 元/方。根据 2025 年 8 月首华燃气投资者交流记录, 单口煤层气井投资成本大约在 2900 万元左右(不含税), 单井生命期累产(EUR)约 5500 万方, 折算新井单方投资成本(折耗)约 0.53 元。按 2024 年首华燃气油气资产折耗数据计算, 2024 年单方折耗约 0.85 元。随着新井的投产, 单方折耗将持续趋近 0.53 元/方, 实现降低综合开采成本的效果。未来随技术进步投资成本下降、气量上升固定成本摊薄, 单位成本有望进一步下行。

图16: 开采投资成本对比(元/方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

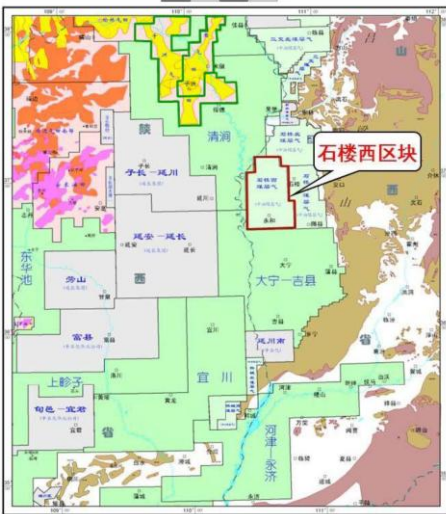
3. 公司: 上游气源开采放量, 扩展中游管网业务

3.1. 天然气开采与销售: 产量具备 7 倍释放潜力, 财政支持增厚利润

石楼西区块紧邻大吉区块, 深层煤层气开采潜力高。公司下属控股子公司中海沃邦

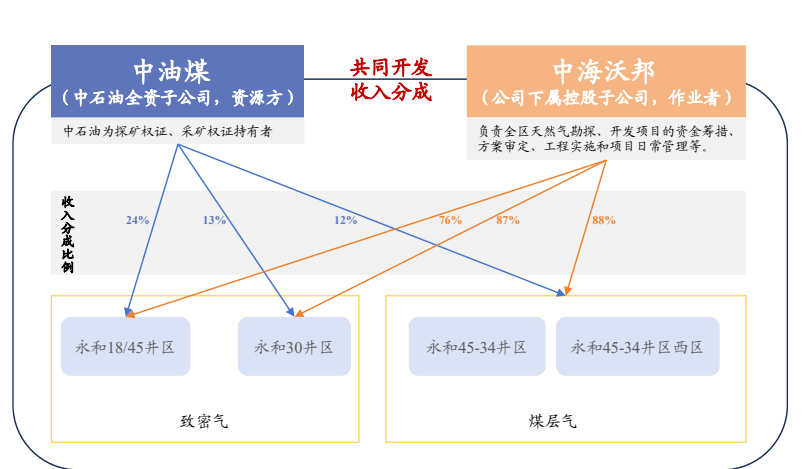
通过签订产量分成合同（PSC 合同，又称“产品分成合同”），作为合作区块的作业者开展天然气的勘探、开发、生产、销售业务。2009 年 8 月 13 日，中海沃邦与中油煤签订了《合作合同》，获得石楼西区块 1,524 平方公里 30 年的天然气勘探、开发和生产经营权。根据《合作合同》，中海沃邦作为石楼西区块作业者，负责全区天然气勘探、开发项目的资金筹措、方案审定、工程实施和项目日常管理等。在石楼西区块内所获得的天然气，由中海沃邦与中油煤共同销售并各自取得分成收入。石楼西区块位于黄河以东，吕梁山西麓。行政区划主要位于山西省永和县、石楼县，区块勘探面积 1,524 平方公里，探矿权证、采矿权证持有人为中国石油。西气东输一线、临临线等输气管线穿过本区块，集输条件便利。鄂尔多斯盆地东缘煤层气资源丰富，是我国煤层气勘探开发的热点地区之一。石楼西区块位于鄂尔多斯盆地东缘晋西挠褶带，该区域煤层在山西组、太原组均有发育。其中山西组 4、5#煤层及太原组 8#煤层具有分布范围广、厚度较大、煤岩煤质条件较好的特点，含气性好，是该区域主要的烃源岩之一，具有较好的勘探潜力。石楼西区块紧邻大吉区块，二者均处于鄂尔多斯盆地东缘，公司保持与中油煤的紧密联系，双方成立联合项目组，在地质认识、技术应用等方面深入交流，助推石楼西区块顺利开发。

图 17: 石楼西区块地理位置示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18: 石楼西区块合作开发模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

石楼西区块设计天然气产能共 35 亿方/年,与 2024 年相比具备 7 倍产量释放空间。煤层气开采方面,2024 年公司继续推进并配合矿权人(中国石油)进行石楼西区块相关证照办理,2024 年及 2025 年一季度公司新增探明煤层气地质储量 887.41 亿立方米,并基于新增煤层气探明地质储量编制了开发方案,总体设计规模 13 亿立方米/年,下一步公司将推进开发方案的评审备案工作。致密气开采方面,石楼西区块永和 45-永和 18 井区天然气 12 亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案、石楼西区块永和 30 井区致密气 10 亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案。天然气生产方面,年产下降后回升,

2024年实现4.7亿方自产量。2022-2023年产量下滑主要是因为老井自然递减效应显现，部分井区勘探开发节奏调整，未形成有效产能补充。2024-2025Q1产量回升是因为石楼西区块新井集中投产，水平井压裂等技术应用提升单井产量，深层煤层气开发取得突破，产能释放节奏加快。**生产井数量方面，从2018年起，生产井数量稳步递增，至2025Q1达210口，支撑产量扩张；**公司一方面配合石楼西区块新增煤层气储量开发的规划，另一方面针对老井递减问题，通过加密井、新井投产弥补产量缺口。

两种销售模式并行，积极拓展用户。公司天然气销售分为共同销售和自主销售两种模式：**1）共同销售**基于子公司中海沃邦与中油煤签订的《合作合同》，针对石楼西区块开采的天然气，由双方按回收与投入比值（R值）确定收入分成比例（永和45&永和18井区76%:24%、永和30井区87%:13%、煤层气88%:12%），通过中海沃邦、中油煤、购买方、管输方四方签订合同开展销售，中油煤是该模式下唯一客户，部分天然气上载西气东输一线，分采暖期（2.15元/方）和非采暖期（2.55元/方）定价；**2）自主销售。**公司依托石楼西区块的天然气资源及集输条件、下游客户资源，通过下属销售子公司（山西沃晋、浙江沃憬、永和伟润销售子公司）自中石油临近区块（石楼西区块、大宁吉县区块）购入天然气，开展天然气销售业务，下游客户涵盖贸易公司等。

图19：截至2025H1公司天然气储量

天然气（致密气）					
项目	备案批复时间	叠合含气面积（平方公里）	地质储量（亿立方米）	技术可采储量（亿立方米）	经济可采储量（亿立方米）
永和18井区	2014年6月	114	157	77	46
永和30井区	2016年3月	346	484	231	186
永和45井区	2017年6月	468	635	302	211
合计	-	928	1,276	610	443

天然气（煤层气）					
项目	备案批复时间	叠合含气面积（平方公里）	地质储量（亿立方米）	技术可采储量（亿立方米）	经济可采储量（亿立方米）
永和45-34井区	2024年4月	230.50	681.90	340.95	264.96
永和45-34井区西区	2025年3月	69.60	205.51	102.75	77.46
合计	-	300.10	887.41	443.70	342.42

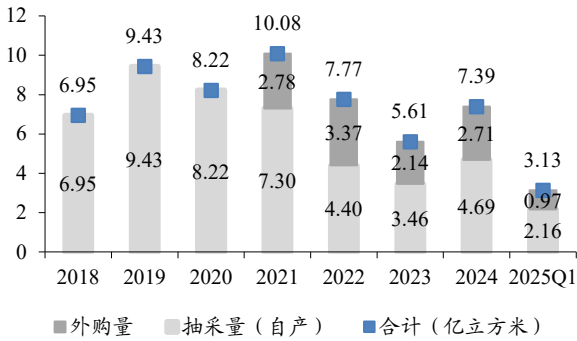
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表5：截至2025H1公司天然气开采设计产能、分成比例

设计产能合计（亿方/年）	35	中海沃邦收入分成比例
致密气合计（亿方/年）	22	
永和18井区	12	76%
永和45井区	10	87%
煤层气合计（亿方/年）	13	
永和45-34井区	13	88%
永和45-34井区西区		

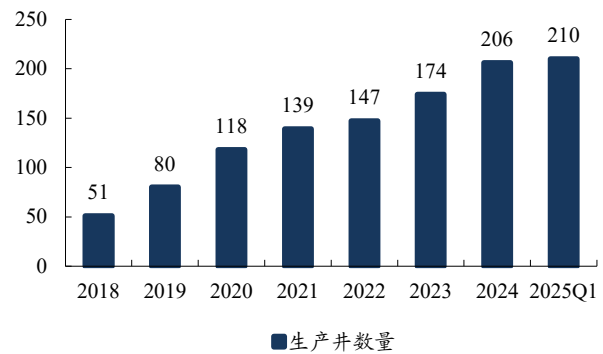
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20: 2018-2025Q1 公司天然气生产情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

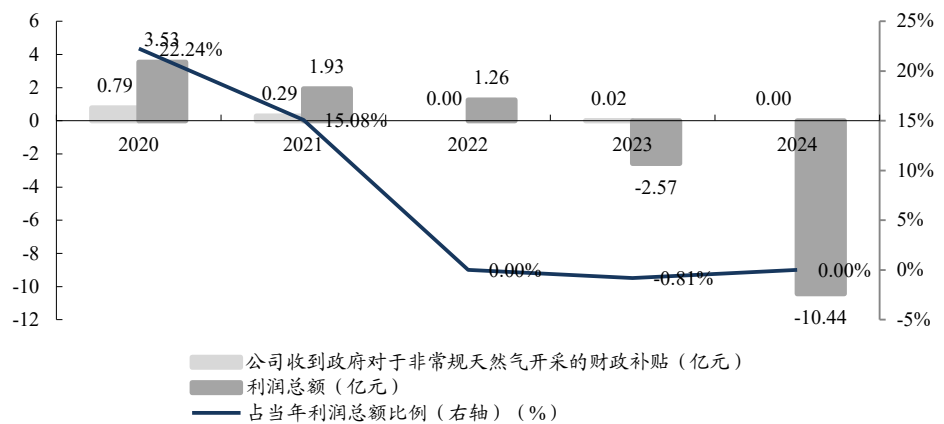
图21: 2018-2025Q1 公司生产井数量 (口)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

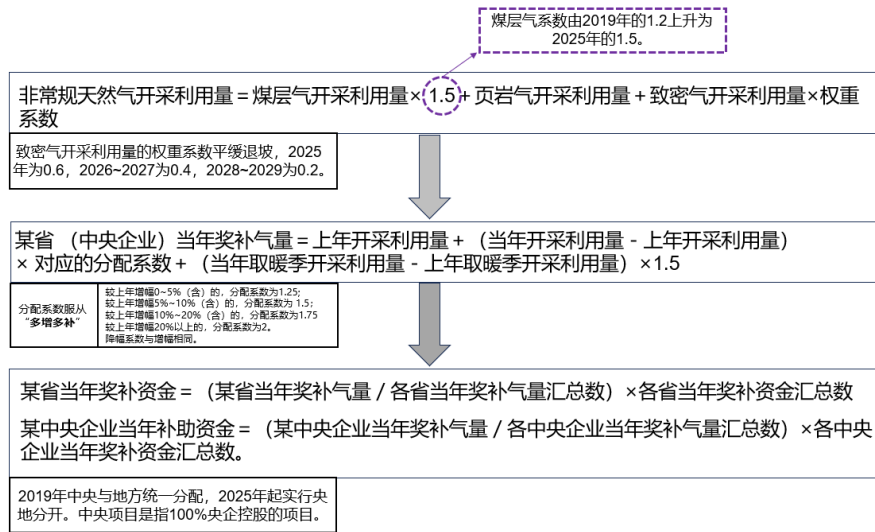
受益于补贴政策, 盈利进一步提升。2025年3月, 财政部印发《清洁能源发展专项资金管理办法》, 明确了非常规天然气奖补资金的计算公式和分配系数的确定方式, 政策对煤层气的补贴权重系数从1.2提高到1.5, 进一步加大了对煤层气开发利用的支持力度。2019年财政部发布《关于非常规天然气开发利用补贴政策有关事项的补充通知》, 规定从2019年起, 不再按定额标准进行补贴, 而是按“多增多补”的原则, 根据超过上年开采利用量的超额程度给予梯级奖补, 对未达到上年开采利用量的, 则按照未达标程度扣减奖补资金。公司于2020年开始收到政府对于非常规天然气开采的财政补贴, 2020年公司收到政府对于非常规天然气开采的财政补贴为0.79亿元, 占利润总额比例为22.24%; 2021年财政补贴为0.29亿元, 占利润总额比例为15.08%。2025年12月公司公告收到政府补贴1.7亿元, 为2025全年利润打下良好基础。

图22: 2020-2024 年公司收到政府补贴、利润总额及补贴占利润总额比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23：2025年3月3日《清洁能源发展专项资金管理办法》图解

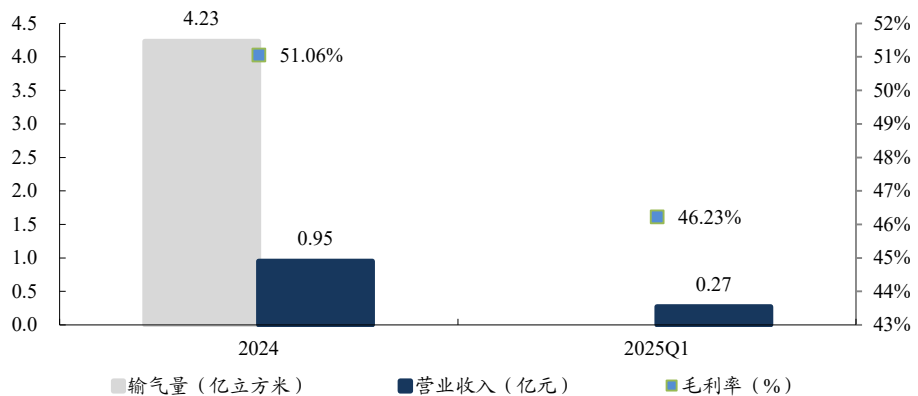


数据来源：中华人民共和国财政部，东吴证券研究所

3.2. 天然气中游代输增压：稳定的利润来源

收购永和伟润，业务毛利率较高。2024年1月首华燃气收购永和伟润51%股权，收购时北京伟润承诺永和伟润2024-2026年净利润分别达0.68亿元、0.69亿元、0.70亿元，完成后首华燃气需对应支付0.10亿元、0.15亿元、0.15亿元，2024年永和伟润扣非归母净利润0.62亿元，业绩完成率91.18%，公司据此确认0.10亿元公允价值变动损益；永和伟润主营天然气增压、管输及销售，运营的永西连接线管道长约35公里，从中石油煤层气永宁2#集气站及永大线接入，经两级增压后联通西气东输一线88#阀室及省外市场，实现天然气上载西气东输一线，为上游气源方提供管输服务。2024年完成输气扩建后年输气能力达10亿立方米，其作为承运方按交付点以0.14-0.305元/立方米定价，2024年输气量4.2亿方，代输增压业务2024年及2025年一季度收入分别为0.95亿元、0.27亿元，毛利率分别为51.06%、46.23%，高毛利率使其成为公司利润重要来源。

图24：2024、2025Q1公司代输增压业务输气量，营业收入和毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

根据我们对公司各业务的预测，2025-2027 年公司收入 24.56/29.55/35.38 亿元，毛利 2.67/5.62/9.12 亿元，毛利率 10.9%/19.0%/25.8%，收入&毛利主要来自天然气业务。

1) 天然气销售业务 2025-2027 年收入 22.75/27.38/32.84 亿元，毛利 1.77/4.54/7.86 亿元，毛利率 7.8%/16.6%/23.9%。随公司投入资金进行气井开采，自产量快速提升、单位成本下降，假设 2025-2027 年销售量 12.5/15.2/18.4 亿方，其中自产量 9.5/12/15 亿方、外购量 3.0/3.2/3.4 亿方；自产气售价（不含税，分成后）保持 1.7 元/方，2025-2027 单方成本分别 1.55/1.35/1.20 元/方，单方毛利 0.15/0.35/0.50 元/方。

2) 输气业务 2025-2027 年收入 1.80/2.16/2.52 亿元，毛利 0.90/1.08/1.26 亿元，毛利率保持 50%；2025-2027 年输气量 10/12/14 亿方，单方收入保持 0.18 元/方，2024 年输气能力已改扩建至 10 亿方/年，上游生产规划支持该管线继续扩建，公司输气量稳增。

表6: 公司各业务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计					
营业收入(亿元)	13.54	15.46	24.56	29.55	35.38
yoy	-33.8%	14.2%	58.9%	20.3%	19.7%
毛利(亿元)	1.70	0.71	2.67	5.62	9.12
yoy	-58.5%	-58.3%	275.8%	110.7%	62.3%
毛利率	12.6%	4.6%	10.9%	19.0%	25.8%
单方补贴(含税, 元/方)	0.01	0.00	0.18	0.18	0.18
非常规天然气开采财政补贴(含税, 亿元)	0.02	0.00	1.71	2.16	2.70
归母净利润(亿元)	(2.46)	(7.11)	1.02	3.16	5.46
归母净利润(剔除补贴, 亿元)			0.13	1.91	3.89
1. 天然气业务					
营业收入(亿元)	11.40	15.45	24.55	29.54	35.36
yoy	-36.5%	35.5%	58.9%	20.3%	19.7%
毛利(亿元)	1.07	0.71	2.67	5.62	9.12
yoy	-69.0%	-34.0%	276.5%	110.8%	62.3%
毛利率(%)	9.4%	4.6%	10.9%	19.0%	25.8%
1.1 天然气销售业务					
营业收入(亿元)	11.40	14.50	22.75	27.38	32.84
yoy	-36.5%	27.1%	56.9%	20.3%	20.0%
毛利(亿元)	1.07	0.22	1.77	4.54	7.86
yoy	-69.0%	-79.2%	691.7%	157.1%	73.2%
毛利率	9.4%	1.5%	7.8%	16.6%	23.9%
天然气销售量(亿方)	5.59	7.38	12.50	15.20	18.40
其中: 抽采量(自产)	3.46	4.69	9.50	12.00	15.00
其中: 外购量	2.14	2.71	3.00	3.20	3.40
外购气单方毛利(元/方)			0.10	0.10	0.10
自产气单方收入(元/方)			1.70	1.70	1.70
自产气单方成本(元/方)			1.55	1.35	1.20
自产气单方毛利(元/方)			0.15	0.35	0.50
1.2 输气业务					
营业收入(亿元)		0.95	1.80	2.16	2.52
yoy			89.5%	20.0%	16.7%
毛利(亿元)		0.49	0.90	1.08	1.26
yoy			85.5%	20.0%	16.7%
毛利率		51.1%	50.0%	50.0%	50.0%
输气量(亿方)		4.23	10.00	12.00	14.00
单方收入(元/方)		0.22	0.18	0.18	0.18
2. 园艺用品	2023年剥离				
营业收入(亿元)	2.04				
yoy	-16.8%				
毛利(亿元)	0.54				
yoy	-8.6%				
毛利率	26.6%				
3. 其他					
营业收入(亿元)	0.10	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy	101.6%	-85.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利(亿元)	0.088	0.002	0.002	0.002	0.002
yoy	102.2%	-97.9%	14.3%	0.0%	0.0%
毛利率	88.8%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%

注: 煤层气采气补贴通过中海沃邦发放, 归母净利润层面需考虑增值税、企业所得税、公司持股比例。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.02/3.16/5.46 亿元，同比增速 114%/210%/73%，对应 PE46/15/9 倍（估值日期 2026/1/20）。我们假设公司单方产气可以收到 0.18 元/方的税前补贴，2025-2027 年分别收到补贴 1.71/2.16/2.70 亿元，煤层气采气补贴通过中海沃邦发放，归母净利层面需考虑增值税、企业所得税、公司持股比例；剔除采气补贴后的归母净利润为 0.13/1.91/3.89 亿元。我们选取主业同为非常规气开采的新天然气、蓝焰控股与公司作对比；区别在于公司涉足深层煤层气开采领域，新天然气、蓝焰控股开采资源类型为浅层煤层气。与同行相比公司 PE 估值较高；与公司所在的燃气III(申万)指数相比，公司 2025 年估值偏高、2026-2027 年随业绩提升估值回落到指数之下。公司开采的石楼西区块紧邻大吉区块，二者均处于深层煤层气开发进展领先的鄂尔多斯盆地东缘；公司与深层煤层气开采经验丰富的中油煤紧密联系，助推石楼西区块顺利开发；受益于深层煤层气技术革新，公司气量&利润增速显著高于同行；首次覆盖，给予“买入”评级。

表7: 同业对比 (估值日 2026/1/20)

公司简称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
新天然气	603393.SH	28.41	120.44	11.85	11.85	13.34	16.23	10.2	10.2	9.0	7.4
蓝焰控股	000968.SZ	7.24	70.05	4.34	/	/	/	16.1			
行业平均				8.10				11.8			
燃气III(申万)	851631.SI			124.11	141.76	138.40	159.57	18.6	20.8	21.3	18.4
首华燃气	300483.SZ	16.20	47.03	(7.11)	1.02	3.16	5.46	(6.6)	46.1	14.9	8.6

首华燃气盈利预测来自东吴证券研究所，新天然气盈利预测来自 Wind 一致预期（截至 2026/1/20），蓝焰控股无 Wind 一致预期（截至 2026/1/20）。燃气III(申万)历史 PE 数据为该指数在次年 5 月 1 日的市盈率 PE(LYR)数据。

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

5. 风险提示

政府补贴政策变化: 公司非常规气业务盈利受补贴政策影响，如国家下调有关补助政策，将对公司业绩造成不利影响。

开采进度不及预期: 气源开采存在不确定性，若气量不及预期可能导致公司业绩受到影响。

安全经营风险: 燃气属于易燃、易爆产品，如在储配过程中发生爆炸等安全事故，将对公司生产经营产生影响。

宏观经济转弱: 若宏观经济转弱可能导致能源需求下降，公司售气价格存在下滑风险。

首华燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,957	2,284	2,656	3,180	营业总收入	1,546	2,456	2,955	3,538
货币资金及交易性金融资产	1,632	1,998	2,329	2,794	营业成本(含金融类)	1,475	2,190	2,393	2,626
经营性应收款项	222	152	189	230	税金及附加	58	61	62	67
存货	16	34	29	34	销售费用	4	4	5	5
合同资产	0	0	0	0	管理费用	78	80	83	85
其他流动资产	87	100	110	121	研发费用	2	2	3	4
非流动资产	6,408	7,344	8,179	8,446	财务费用	120	111	69	61
长期股权投资	11	11	11	11	加:其他收益	4	156	197	246
固定资产及使用权资产	950	868	785	703	投资净收益	10	17	21	25
在建工程	948	948	948	948	公允价值变动	12	10	20	25
无形资产	1,632	1,577	1,522	1,467	减值损失	(872)	0	0	0
商誉	236	236	236	236	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	10	8	6	营业利润	(1,037)	191	578	987
其他非流动资产	2,618	3,694	4,668	5,075	营业外净收支	(6)	1	1	1
资产总计	8,365	9,628	10,835	11,626	利润总额	(1,044)	191	579	987
流动负债	2,051	3,104	3,627	3,689	减:所得税	(111)	33	95	159
短期借款及一年内到期的非流动负债	312	522	722	622	净利润	(933)	159	484	828
经营性应付款项	307	395	465	438	减:少数股东损益	(222)	57	167	282
合同负债	8	12	15	18	归属母公司净利润	(711)	102	316	546
其他流动负债	1,423	2,174	2,425	2,612	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.45)	0.35	1.09	1.88
非流动负债	2,881	2,705	2,205	1,690	EBIT	(74)	302	648	1,048
长期借款	1,164	1,264	1,464	1,364	EBITDA	498	868	1,313	1,780
应付债券	1,347	1,115	415	0	毛利率(%)	4.59	10.86	19.02	25.79
租赁负债	36	36	36	36	归母净利率(%)	(45.99)	4.15	10.70	15.43
其他非流动负债	334	290	290	290	收入增长率(%)	14.19	58.89	20.30	19.72
负债合计	4,932	5,808	5,831	5,379	归母净利润增长率(%)	(188.99)	114.35	210.00	72.55
归属母公司股东权益	1,988	2,318	3,335	4,295					
少数股东权益	1,445	1,502	1,669	1,951					
所有者权益合计	3,433	3,820	5,004	6,247					
负债和股东权益	8,365	9,628	10,835	11,626					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	500	1,675	1,474	1,696	每股净资产(元)	6.84	7.48	10.96	14.26
投资活动现金流	(937)	(1,495)	(1,479)	(974)	最新发行在外股份(百万股)	290	290	291	291
筹资活动现金流	168	177	315	(281)	ROIC(%)	(1.02)	3.84	7.52	11.05
现金净增加额	(268)	356	311	440	ROE-摊薄(%)	(35.77)	4.40	9.49	12.71
折旧和摊销	572	566	666	732	资产负债率(%)	58.96	60.33	53.82	46.27
资本开支	(656)	(1,499)	(1,499)	(999)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(6.61)	46.09	14.89	8.64
营运资本变动	24	883	281	105	P/B(现价)	2.37	2.17	1.48	1.14

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>