

# 首华燃气 (300483)

## 2025 年年报点评: 气量高增, 业绩迎拐点 买入 (维持)

2026 年 03 月 24 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

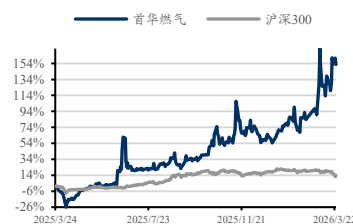
执业证书: S0600524090002  
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,546	2,815	3,255	3,776	4,234
同比 (%)	14.19	82.06	15.65	16.00	12.14
归母净利润 (百万元)	(710.95)	169.32	380.51	596.01	827.23
同比 (%)	(188.99)	123.82	124.73	56.64	38.79
EPS-最新摊薄 (元/股)	(1.86)	0.44	1.00	1.56	2.17
P/E (现价&最新摊薄)	(12.46)	52.34	23.29	14.87	10.71

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年度报告, 2025 年公司实现营收 28.15 亿元, 同增 82.06%; 归母净利润 1.69 亿元, 同增 123.82%; 扣非归母净利润 1.67 亿元, 同增 123.05%; 加权平均 ROE 同比提高 38.47pct, 至 8.02%。
- **产气量高增, 收入达成股权激励目标, 业绩符合我们的预期。** 2025 年公司实现总营收 28.15 亿元 (股权激励目标 25.3 亿元), 同增 82.06%; 实现归母净利润 1.69 亿元, 同增 123.82%, 符合我们的预期; 2025Q4 归母净利润 1.71 亿元, 利润在第四季度集中体现。2025 年公司收到天然气政策补贴 1.59 亿元 (通过中海沃邦发放), 我们测算剔除补贴的归母净利润约 0.8 亿元。**分业务来看:** **1) 天然气生产:** 公司控股子公司 (截至 2025 年底持股比例 67.5%) 中海沃邦 2025 年天然气产量 9.26 亿立方米, 同增 97.6%; 营收 19.90 亿元, 同增 94.2%; 净利润 2.83 亿元, 同比扭亏为盈。**2) 管输业务:** 公司控股子公司 (截至 2025 年底持股比例 51%) 永和伟润 2025 年管输气量约 10 亿立方米, 同增 62%; 营收 6.98 亿元, 同增 56.4%; 净利润 0.82 亿元, 同增 57.0%。
- **拟进一步收购中海沃邦 11.3% 的股权, 提高持股比例。** 公司 2026/3/19 发布公告, 拟以现金收购控股子公司中海沃邦少数股东山西汇景 (公司控股股东厚得妙景的一致行动人) 8.3% 股权 (对价 3.14 亿元, 构成关联交易)、山西瑞隆 3% 股权 (对价 1.14 亿元), 合计交易金额 4.28 亿元, 交易双方协商确定标的公司整体作价 37.91 亿元。**交易完成后, 公司对中海沃邦持股比例由 67.5% 提升至 78.8%。**
- **深层煤层气前景广阔, 技术突破带动成本下降; 公司自产量具备 4 倍释放潜力, 财政支持进一步增厚利润。深层煤层气资源丰富,** 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。**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。**石楼西区块设计天然气产能共 35 亿方/年, 与 2025 年相比具备 4 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。2025 年公司实现 9.3 亿方自产量, 产量具备 4 倍释放空间。**补贴政策带动盈利提升。** 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, 加大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, 根据超过上年开采用量的超额程度给予梯级奖补。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司提高中海沃邦持股比例, 我们上调公司 2026-2027、新增 2028 年归母净利润预测至 3.81/5.96/8.27 亿元 (2026-2027 原值 3.16/5.46 亿元), 同比增速 125%/57%/39%, 对应 PE23/15/11 倍 (估值日期 2026/3/24), 维持“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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	23.21
一年最低/最高价	6.68/25.26
市净率(倍)	2.89
流通 A 股市值(百万元)	8,858.71
总市值(百万元)	8,861.49

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.04
资产负债率(% ,LF)	53.20
总股本(百万股)	381.80
流通 A 股(百万股)	381.68

### 相关研究

《首华燃气(300483): 2025 年度业绩预告点评: 深层煤层气先行者扭亏为盈》

2026-01-25

《首华燃气(300483): 资源+技术驱动, 深层煤层气先行者迎业绩拐点》

2026-01-20

**事件：**公司发布 2025 年年度报告，2025 年公司实现营业收入 28.15 亿元，同比增长 82.06%；归母净利润 1.69 亿元，同比增长 123.82%；扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 123.05%；加权平均 ROE 同比提高 38.47pct，至 8.02%。

## 1. 气量高增，业绩迎拐点

**收入达成股权激励目标、业绩符合我们的预期。**2025 年，公司实现总营业收入 28.15 亿元（股权激励目标 25.3 亿元），同增 82.06%；实现归母净利润 1.69 亿元，同增 123.82%，符合我们的预期；2025Q4 归母净利润 1.71 亿元，利润在第四季度集中体现。2025 年公司收到天然气政策补贴 1.59 亿元（通过中海沃邦发放），我们测算剔除补贴的归母净利润约 0.8 亿元。分业务来看：

**1) 天然气生产：**公司控股子公司（截至 2025 年底持股比例 67.5%）中海沃邦天然气产建工作按计划推进，2025 年天然气产量 9.26 亿立方米，同比增长 97.6%；营业收入 19.90 亿元，同比增长 94.2%；净利润 2.83 亿元，同比扭亏为盈。

**2) 管输业务：**公司控股子公司（截至 2025 年底持股比例 51%）永和伟润 2025 年管输气量约 10 亿立方米，同增 62%；营业收入 6.98 亿元，同比增长 56.4%；净利润 0.82 亿元，同比增长 57.0%。

**费用管控良好，期间费用率下降。**2025 年公司期间费用同比增长 3.33%至 2.12 亿元，期间费用率同比下降 5.73pct 至 7.52%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 4.88%、增加 7.69%、增加 76.19%、减少 0.59%至 0.04 亿元、0.84 亿元、0.04 亿元、1.19 亿元；销售、管理、研发、财务费用率同比分别下降 0.13pct、下降 2.07pct、下降 0pct、下降 3.53pct 至 0.14%、2.99%、0.14%、4.25%。

**经营性现金流净额同增 254%至 17.69 亿元。**1) 2025 年公司经营活动现金流净额 17.69 亿元，同比增加 253.95%，主要原因为产销量增长，对应销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 16.66 亿元；2) 投资活动现金流净额-2.51 亿元，同比增加 73.18%，主要原因为报告期内公司购买及到期的理财本金净额同比增加 11.55 亿元；产建规模加大，对应购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增加 5.46 亿元；3) 筹资活动现金流净额-9.65 亿元，同比减少 672.85%，主要原因为报告期内公司偿还借款本金支付的现金同比增加 11.63 亿元。

**资产负债率下降，ROE 提升。**2025 年公司资产负债率为 53.2%，同比下降 5.76pct。2025 年公司应收账款同比减少 84.33%至 0.24 亿元，应收账款周转天数同比减少 8.15 天至 11.55 天；存货同比增长 19.02%至 0.19 亿元，存货周转天数同比减少 0.59 天至 2.74 天；应付账款同比增长 73.04%至 1.56 亿元，应付账款周转天数同比增

加 3.84 天至 18.94 天，使净营业周期同比减少 12.58 天至 -4.66 天。2025 年公司加权平均净资产收益率同比上升 38.47pct 至 8.02%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2025 年公司销售净利率为 10.76%，同比上升 71.12pct，总资产周转率为 0.33（次），同比上升 0.14（次），权益乘数从 24 年的 3.48 上升至 25 年的 3.82。

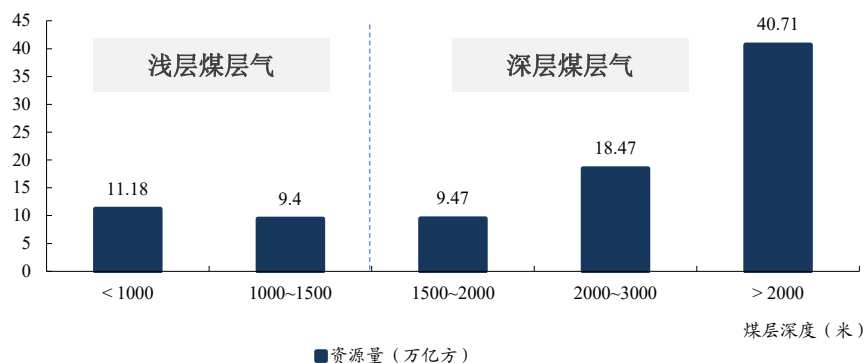
## 2. 拟进一步收购中海沃邦 11.3%的股权。提高持股比例

交易完成后，公司对中海沃邦持股比例由 67.5%提升至 78.8%。公司 2026/3/19 发布公告，拟以现金收购控股子公司中海沃邦少数股东山西汇景（公司控股股东厚得妙景的一致行动人）8.3%股权（对价 3.14 亿元，构成关联交易）、山西瑞隆 3%股权（对价 1.14 亿元），合计交易金额 4.28 亿元，交易双方协商确定标的公司整体作价 37.91 亿元。

## 3. 深层煤层气前景广阔，技术突破带动成本下降；公司自产量具备 4 倍释放潜力，财政支持进一步增厚利润

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。

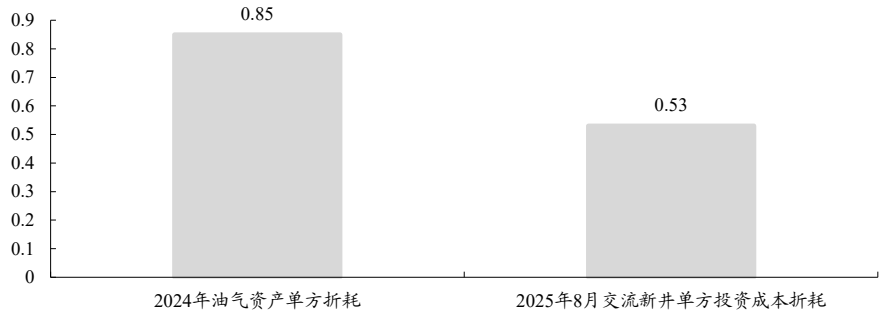
图1：我国不同深度煤层气资源量评价（估算）结果



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

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2: 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

石楼西区块设计天然气产能共 35 亿方/年,与 2025 年相比具备 4 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。

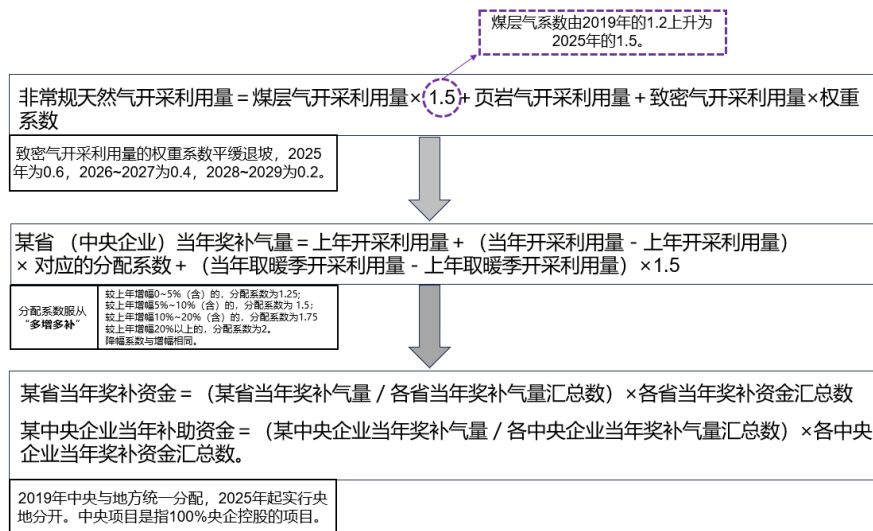
表1: 截至 2025H1 公司天然气开采设计产能、分成比例

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

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。

图3：2025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

#### 4. 盈利预测与投资评级

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，气量&利润增速较高。考虑到公司提高中海沃邦持股比例，我们上调公司2026-2027、新增2028年归母净利润预测至3.81/5.96/8.27亿元(2026-2027原值3.16/5.46亿元)，同比增速125%/57%/39%，对应PE23/15/11倍(估值日期2026/3/24)，维持“买入”评级。

## 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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>1,671</b>	<b>2,329</b>	<b>3,419</b>	<b>4,445</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,815</b>	<b>3,255</b>	<b>3,776</b>	<b>4,234</b>
货币资金及交易性金融资产	1,507	2,006	3,042	4,045	营业成本(含金融类)	2,333	2,623	2,842	2,988
经营性应收款项	93	213	256	270	税金及附加	62	72	81	87
存货	19	25	27	27	销售费用	4	5	5	6
合同资产	0	0	0	0	管理费用	84	98	109	119
其他流动资产	51	84	94	103	研发费用	4	5	6	6
<b>非流动资产</b>	<b>6,926</b>	<b>7,786</b>	<b>8,545</b>	<b>8,746</b>	财务费用	119	67	66	58
长期股权投资	11	11	11	11	加:其他收益	161	198	248	289
固定资产及使用权资产	989	897	806	722	投资净收益	11	11	12	15
在建工程	1,219	1,219	1,219	1,219	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	1,557	1,502	1,447	1,392	减值损失	7	0	0	0
商誉	236	236	236	236	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	12	9	7	5	<b>营业利润</b>	<b>386</b>	<b>596</b>	<b>926</b>	<b>1,275</b>
其他非流动资产	2,903	3,911	4,820	5,161	营业外净收支	(6)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8,596</b>	<b>10,114</b>	<b>11,964</b>	<b>13,191</b>	<b>利润总额</b>	<b>379</b>	<b>596</b>	<b>926</b>	<b>1,275</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,661</b>	<b>3,479</b>	<b>4,151</b>	<b>4,302</b>	减:所得税	77	96	147	201
短期借款及一年内到期的非流动负债	162	362	662	762	<b>净利润</b>	<b>303</b>	<b>500</b>	<b>778</b>	<b>1,074</b>
经营性应付款项	683	474	553	498	减:少数股东损益	134	119	182	247
合同负债	14	16	19	21	<b>归属母公司净利润</b>	<b>169</b>	<b>381</b>	<b>596</b>	<b>827</b>
其他流动负债	1,803	2,627	2,917	3,022	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	1.00	1.56	2.17
<b>非流动负债</b>	<b>1,913</b>	<b>991</b>	<b>1,391</b>	<b>1,391</b>	EBIT	495	663	992	1,333
长期借款	480	680	1,080	1,080	EBITDA	1,396	1,303	1,732	2,133
应付债券	1,122	0	0	0	毛利率(%)	17.09	19.42	24.72	29.43
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	6.02	11.69	15.79	19.54
其他非流动负债	289	289	289	289	收入增长率(%)	82.06	15.65	16.00	12.14
<b>负债合计</b>	<b>4,574</b>	<b>4,470</b>	<b>5,542</b>	<b>5,693</b>	归母净利润增长率(%)	123.82	124.73	56.64	38.79
归属母公司股东权益	2,456	3,958	4,554	5,381					
少数股东权益	1,567	1,686	1,869	2,116					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,023</b>	<b>5,644</b>	<b>6,423</b>	<b>7,497</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,596</b>	<b>10,114</b>	<b>11,964</b>	<b>13,191</b>					

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	1,769	1,672	1,914	1,983	每股净资产(元)	8.04	10.05	11.61	13.77
投资活动现金流	(251)	(1,488)	(1,488)	(985)	最新发行在外股份(百万股)	382	382	382	382
筹资活动现金流	(965)	315	610	5	ROIC(%)	6.53	8.89	11.20	12.80
现金净增加额	553	499	1,036	1,003	ROE-摊薄(%)	6.89	9.61	13.09	15.37
折旧和摊销	900	640	740	800	资产负债率(%)	53.20	44.19	46.32	43.16
资本开支	(1,202)	(1,500)	(1,500)	(1,000)	P/E (现价&最新股本摊薄)	52.34	23.29	14.87	10.71
营运资本变动	473	459	317	29	P/B (现价)	2.89	2.31	2.00	1.69

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,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>