

2026 年 04 月 04 日

昆仑能源 (00135. HK)

——2025 年业绩短期承压 三年分红规划彰显价值

投资评级：买入（维持）

投资要点：

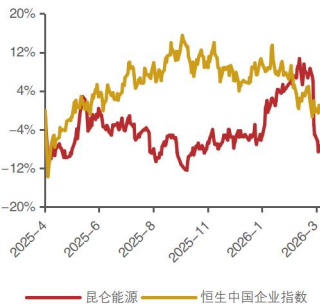
证券分析师

刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 02 日

收盘价 (港元)	7.26
一年内最高/最低 (港元)	8.83/6.80
总市值 (百万港元)	62,862.90
流通市值 (百万港元)	62,862.90
资产负债率 (%)	35.97

资料来源：聚源数据

- **事件：**1) 公司发布 2025 年业绩，2025 年实现归母净利润 53.46 亿元，同比减少 10.3%，实现归母核心利润 59.23 亿元，同比减少 6.86%；2) 2025 年全年每股派息 0.3158 元，占每股基本盈利的 51.1%；3) 发布 2026–2028 年股息分派计划，2026–2028 年派息率不低于当年归母净利润的 50%，派息总额不低于 2025 年派息总额。
- **零售气量稳定增长，天然气销售板块业绩承压或受价差收窄影响。**2025 年公司实现零售气量 335.09 亿立方米，同比增长 2.3%，其中工业/商业/居民/加气站销气量分别同比 +6.2%/-2.3%/-4.4%/-33.5%，占零售气量比重分别为 77.8%/8.7%/10.3%/3.3%，工业用气保持较快增长、占比持续提升；2025 年公司分销与贸易气量 257.46 亿立方米，同比增长 20.2%。2025 年公司加权平均零售气毛差 0.45 元/立方米，同比下降 0.02 元/立方米，部分受到加气站业务调整的结构影响所致。2025 年公司天然气销售业务实现税前利润 67.56 亿元，同比减少 17.6%，我们分析分部业绩承压或受价差收窄影响。
- **LNG 接收站及工厂负荷率提升，LNG 加工与储运、LPG 销售、勘探与生产业务盈利稳健增长。**2025 年公司 LNG 接收站平均负荷率 90.8%，同比提升 3.2pct，接收站负荷率保持高位贡献稳定收益，LNG 工厂平均加工负荷率 67.2%，同比提升 3.2pct。2025 年公司 LNG 加工与储运/LPG 销售/勘探与生产业务分别实现税前利润 39.70/8.37/3.34 亿元，分别同比 +8.4%/+8.3%/+49.5%，产业链相关业务经营持续向好、盈利稳健增长。
- **自由现金流稳健增长，分红回购彰显信心。**2025 年公司新增 11 个城燃项目，总资本开支 62.57 亿元，其中天然气销售/LNG 接收站资本开支分别为 44.61/17.96 亿元，分别同比 -11.62/+8.58 亿元，天然气销售板块资本开支持续下降，带动自由现金流稳健增长，2025 年公司自由现金流 72.05 亿元，同比增长 1.90 亿元。根据公司股息分派计划，规划将派息率由原股息分派计划的 2025 年的 45% 提升至 2026–2028 年的不低于归母净利润的 50%，彰显长期投资价值。2026 年 1 月公司公告启动回购计划，拟回购股份不超过截至 2026 年 1 月 16 日总股本 1%，体现公司发展信心。
- **零售气具备气源优势和强顺价能力，地缘冲突影响下油气价格上涨，勘探与生产、LPG 销售业务或具备弹性。**2026 年 3 月以来地缘冲突影响下油气价格上涨，公司背靠中石油，中石油 2026–2027 年年度合同定价机制稳定，稳固公司气源成本，同时公司工业气量占零售气量比重近八成，具备较强的顺价能力，能够有效传导上游成本波动。高油气价格背景下公司原油、LPG 销售价格有望提升，增厚公司 2026 年业绩。公司福建 LNG 接收站在建，项目规模 300 万吨/年，预计将于 2027 年投产，投产后有望贡献稳定盈利增量。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 54.87/58.22/61.32 亿元，同比增速分别为 +2.6%/+6.1%/+5.3%，当前股价对应 PE 分别为 10/10/9 倍。假设 2026 年分红比例维持 51.1%，当前股价对应股息率 5.0%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销气量增长不及预期，油气价格波动风险，LNG 接收站加工费调整

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	187,046.00	193,979.00	211,973.53	218,297.49	222,357.08
同比增长率 (%)	5.5%	3.7%	9.3%	3.0%	1.9%
归母净利润 (百万元)	5,960.00	5,346.00	5,486.59	5,822.06	6,132.30
同比增长率 (%)	4.9%	-10.3%	2.6%	6.1%	5.3%
每股收益 (元/股)	0.69	0.62	0.63	0.67	0.71
市盈率 (P/E)	10.83	10.68	10.17	9.59	9.10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表	单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
营业收入	211,974	218,297	222,357
增长率	9.3%	3.0%	1.9%
营业成本	191,367	196,846	200,151
%销售收入	90.3%	90.2%	90.0%
毛利	20,606	21,452	22,206
%销售收入	9.7%	9.8%	10.0%
销售费用	3,616	3,724	3,793
%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	6,256	6,443	6,563
%销售收入	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用	-110	-294	-408
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%
息税前利润 (EBIT)	11,858	12,405	12,968
%销售收入	5.6%	5.7%	5.8%
投资收益	1,237	1,237	1,237
%税前利润	10.3%	9.7%	9.2%
除税前利润	11,968	12,699	13,376
利润率	5.6%	5.8%	6.0%
所得税	3,279	3,480	3,665
所得税率	27.4%	27.4%	27.4%
净利润(含少数股东损益)	8,689	9,220	9,711
少数股东损益	3,202	3,398	3,579
归属于母公司的净利润	5,487	5,822	6,132
增长率	2.6%	6.1%	5.3%
净利率	2.6%	2.7%	2.8%

现金流量表	单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
归母净利润	5,487	5,822	6,132
少数股东损益	3,202	3,398	3,579
营运资金变动	3,679	487	310
其他变动	4,352	4,391	4,154
经营活动现金流量净额	16,720	14,097	14,175
资本开支	-6,580	-6,580	-6,580
投资	0	0	0
其他	1,690	1,704	1,713
投资活动现金流量净额	-4,890	-4,876	-4,867
股权募资	0	0	0
债权募资	-3,000	-3,000	-2,000
其他	-3,259	-3,470	-3,696
筹资活动现金流量净额	-6,259	-6,470	-5,696
现金净变动	5,571	2,751	3,613

资料来源：公司公告，华源证券研究所

资产负债表	单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
货币资金	36,851	39,603	43,215
应收款项	10,999	11,327	11,538
存货	1,329	1,367	1,390
其他流动资产	15,025	15,075	15,108
流动资产	64,204	67,372	71,251
权益性投资	15,198	15,198	15,198
固定资产	66,769	67,695	68,789
无形资产	1,242	1,243	1,247
非流动资产	86,545	87,473	88,570
资产总计	150,749	154,845	159,820
应付款项	3,721	3,828	3,892
短期借款	5,067	3,067	1,067
其他流动负债	26,709	27,505	28,017
流动负债	35,497	34,400	32,976
长期债务	12,676	11,676	11,676
其他长期负债	4,354	4,354	4,354
非流动负债	17,030	16,030	16,030
负债总计	52,527	50,430	49,006
归属母公司股东权益	70,500	73,295	76,116
少数股东权益	27,722	31,120	34,699
负债股东权益合计	150,749	154,845	159,820

比率分析

	2026E	2027E	2028E
每股指标			
每股收益	0.63	0.67	0.71
每股净资产	8.14	8.46	8.79
每股经营现金净流	1.93	1.63	1.64
每股股利	0.36	0.39	0.00
回报率			
净资产收益率	7.78%	7.94%	8.06%
总资产收益率	3.64%	3.76%	3.84%
投入资本收益率	7.42%	7.56%	7.62%
增长率			
营业收入增长率	9.28%	2.98%	1.86%
EBIT增长率	2.08%	4.62%	4.54%
净利润增长率	2.63%	6.11%	5.33%
总资产增长率	4.60%	2.72%	3.21%
资产管理能力			
应收账款周转天数	5.7	4.9	5.0
存货周转天数	2.2	2.5	2.5
应付账款周转天数	6.6	6.9	6.9
固定资产周转天数	112.5	110.9	110.5
偿债能力			
流动比率	1.81	1.96	2.16
速动比率	1.72	1.87	2.06
净负债/股东权益	-19.45%	-23.81%	-27.50%
EBIT利息保障倍数	23.0	28.0	33.8
资产负债率	34.84%	32.57%	30.66%

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。