

公司研究

零售价差收窄 25 年业绩承压，天然气销量持续高增

——昆仑能源 (0135.HK) 2025 年报点评

增持 (维持)

当前价: 7.45 港元

作者

分析师: 赵乃迪

执业证书编号: S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师: 蔡嘉豪

执业证书编号: S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

分析师: 王礼沫

执业证书编号: S0930524040002

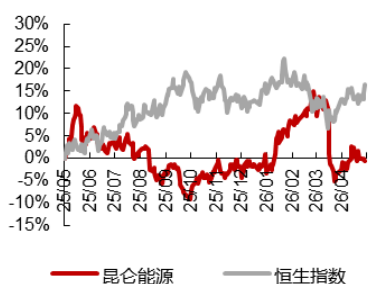
010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	86.59
总市值(亿港元)	645.08
一年最低/最高(港元)	6.8/8.83
近3月换手率:	19.2%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.8	-7.0	-11.3
绝对	-0.3	-8.8	4.5

资料来源: Wind

相关研报

依托中国石油平台优势，天然气终端业务高质量发展可期——昆仑能源 (0135.HK) 首次覆盖报告 (2025-05-15)

要点

事件:

公司发布 2025 年报, 2025 年, 公司实现营业总收入 1940 亿元, 同比+3.71%, 实现归母净利润 53.46 亿元, 同比-10.30%。

点评:

工业用气量持续高增, 毛差收窄业绩承压

2025 年, 国际环境复杂多变, 地缘政治不确定性上升, 能源供应安全重要性凸显。境内天然气需求保持增长, 全年天然气消费量同比增长 2.9%。2025 年, 公司天然气销售业务实现营业收入 1598 亿元, 同比+5.1%, 实现税前利润 67.56 亿元, 同比-17.6%, 主要受到天然气销售价差收窄, 毛利下降影响。公司坚持存量市场挖潜与增量市场合作开发并重, 依托覆盖全国的客户规模和网络站点, 在内蒙古、山东、贵州、江苏等 8 个省市新开发城燃项目 11 个, 新增年销售能力 7.8 亿方, 客户规模增长到 1719 万户。2025 年, 公司天然气总销售量为 593 亿方, 同比+9.4%, 其中零售气量 335 亿方, 同比+2.3%, 分销与贸易气量 257 亿方, 同比+20.2%。零售气中, 工业用气同比+6.2%, 商服用气同比-2.3%, 居民用气同比-4.4%, 加气站用气同比-33.5%, 工业用气贡献核心增量。2025 年, 公司加权平均进销价差为 0.45 元/方, 同比下降 0.02 元/方, 对公司天然气销售主业的盈利能力造成影响。

LNG 加工与储运盈利稳步增长, 产业链价值不断提升

2025 年, 公司 LNG 接收站实现税前利润 38 亿元, 同比+5.2%, LNG 工厂实现税前利润 2.06 亿元, 同比+144.7%。公司 LNG 销售取得里程碑式跨越, 全年销量突破 100 亿立方米。江苏、唐山两座接收站天然气处理量创 165.3 亿立方米, 同比增长 3.7%, 创历史新高, LNG 接收站负荷率达到 90.8%, 同比增长 3.2pct。LNG 工厂全年加工量 37.4 亿立方米, 同比增长 5.3%, 平均负荷率 67.2%, 同比增长 3.2pct, 达历史最好水平。公司海上 LNG 加注业务相继打开广东、香港市场, 实现了香港水域 LNG 船用燃料从海上锚地加注到码头加注的常态化升级, 加注量 17.66 万吨, 同比增长 60.7%。2025 年, 公司福建 LNG 接收站东港海底隧道全线贯通, 项目综合进度 46.32%。江苏 LNG 接收站三期配套码头控制性工程进度过半。

LPG 零售量大增, 加强资源保障能力

2025 年, 公司 LPG 销售业务实现税前利润 8.37 亿元, 同比+8.3%。公司全年 LPG 销量 614.8 万吨, 同比增长 6.3%, 其中零售量 217 万吨, 同比增长 15.2%。公司大力开发工业直供客户, 新增工业直供用户 8 户, 工业直供销售量同比增长 23.4%。优化资源分配, 对资源富集的东北、西北区域维持合理供需平衡, 扩大竞价销售、在线销售规模, 以市场化手段提升资源创效水平。

制定长期分红计划, 彰显股东回报价值

2025 年公司拟派息 0.3158 元/股, 每股股利绝对额与 2024 年持平, 体现公司对股东回报的重视。根据公司 26-28 年三年股息分派计划, 公司每年分红两次, 2026-2028 年公司派息率将不低于当年归母净利润的 50%, 且年度派息总额不低于 2025 年派息总额 26.88 亿元。低利率背景下, 长期高分红公司较为稀缺, 公司坚持高分红价值凸显。

地缘风险驱动能源安全重要性提升，公司自有资源价值凸显

近期美伊冲突持续，伊朗维持对霍尔木兹海峡的封锁，截断中东能源出口，原油供给端受到大幅度冲击，中东原油、石脑油及 LNG 等关键原料的运输严重受阻，对我国能源与石化关键原料供应造成严重威胁。公司控股股东中国石油天然气股份公司为公司提供可靠稳定的资源保障，助力公司有效执行价格联动长效机制，公司将依托中国石油平台优势，不断提升天然气销售核心业务市场竞争力，持续优化销售结构，实现天然气销售量质的不断提升。此外，公司勘探与生产业务拥有原油权益销量约 800 万桶/年，26 年油价中枢上行有望增厚公司上游板块业绩，对公司整体盈利形成一定支撑。

盈利预测、估值与评级

2025 年公司天然气销售毛差收窄导致业绩下滑，考虑到公司毛差修复进度不及我们预期，我们下调对公司 26-27 年盈利预测，新增 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润分别为 61.31 (下调 14%)、63.71 (下调 16%)、65.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.74、0.76 元/股，我们看好公司气源端的核心优势和天然气销售规模的持续增长，维持对公司的“增持”评级。

风险提示：天然气价格大幅波动，天然气需求不及预期，市场开拓不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	187,046	193,979	203,713	215,609	225,957
营业收入增长率	5.46%	3.71%	5.02%	5.84%	4.80%
归母净利润 (百万元)	5,960	5,346	6,131	6,371	6,561
归母净利润增长率	4.89%	-10.30%	14.68%	3.91%	2.99%
EPS (元)	0.69	0.62	0.71	0.74	0.76
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.15%	7.89%	8.62%	8.57%	8.45%
P/E	9.4	10.5	9.1	8.8	8.5
P/B	0.86	0.83	0.79	0.75	0.72

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-05-08，汇率为 1CNY=0.8683HKD

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	187,046	193,979	203,713	215,609	225,957
营业成本	172,652	180,187	189,063	200,315	210,028
折旧和摊销	5,160	5,273	5,635	5,872	6,109
税金及附加	504	519	545	577	605
销售和管理费用	3,491	3,309	3,475	3,678	3,854
财务费用	-155	-45	-239	-198	-106
投资收益	1,126	1,237	1,025	1,025	1,025
税前利润	12,635	11,661	13,098	13,537	13,937
所得税	3,128	3,195	3,275	3,384	3,484
持续经营净利润	9,507	8,466	9,824	10,152	10,453
少数股东损益	3,547	3,120	3,693	3,782	3,892
归属母公司净利润	5,960	5,346	6,131	6,371	6,561
EPS(元)	0.69	0.62	0.71	0.74	0.76

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,514	12,430	15,601	15,056	16,276
净利润	5,960	5,346	6,131	6,371	6,561
折旧摊销	5,160	5,273	5,635	5,872	6,109
净营运资金增加	3,595	-1,225	54	1,530	707
其他	-2,201	3,036	3,781	1,283	2,899
投资活动产生现金流	-3,491	-123	-3,866	-3,975	-3,975
净资本支出	6,339	6,332	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	14,724	15,198	0	0	0
其他资产变化	-24,554	-21,653	1,134	1,025	1,025
融资活动现金流	-8,586	-8,901	-9,563	-2,975	-3,173
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,029	-2,719	-7,067	0	0
无息负债变化	-2,152	6	1,943	1,277	1,586
净现金流	437	3,406	2,172	8,106	9,128

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	7.70%	7.11%	7.19%	7.09%	7.05%
EBITDA 率	9.43%	8.82%	8.58%	8.43%	8.37%
EBIT 率	6.67%	6.11%	5.81%	5.71%	5.67%
税前净利润率	6.76%	6.01%	6.43%	6.28%	6.17%
归母净利润率	3.19%	2.76%	3.01%	2.95%	2.90%
ROA	6.63%	5.87%	6.72%	6.58%	6.41%
ROE (摊薄)	9.15%	7.89%	8.62%	8.57%	8.45%
经营性 ROIC	9.63%	9.02%	9.37%	9.68%	10.11%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	38%	36%	32%	31%	30%
流动比率	1.60	1.73	2.14	2.35	2.55
速动比率	1.57	1.70	2.10	2.31	2.51
归母权益/有息债务	2.78	3.27	5.20	5.44	5.68
有形资产/有息债务	6.00	6.84	10.52	11.13	11.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	143,390	144,119	146,084	154,340	163,100
货币资金	27,827	31,280	33,452	41,558	50,686
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,544	3,755	3,989	4,275	4,524
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	1,131	1,037	1,088	1,153	1,209
其他流动资产	17,265	13,329	13,329	13,329	13,329
流动资产合计	57,237	58,627	61,336	70,464	80,333
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	14,724	15,198	15,198	15,198	15,198
固定资产	66,797	65,718	65,108	64,260	63,175
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1,526	1,240	1,215	1,191	1,167
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,680	2,010	2,010	2,010	2,010
非流动资产合计	86,153	85,492	84,748	83,876	82,767
总负债	54,555	51,842	46,718	47,995	49,581
应付账款	25,224	24,848	26,847	28,034	29,609
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	258	269	269	269	269
流动负债合计	35,676	33,812	28,688	29,965	31,551
长期借款	14,329	13,676	13,676	13,676	13,676
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,539	2,317	2,317	2,317	2,317
非流动负债合计	18,879	18,030	18,030	18,030	18,030
股东权益	88,835	92,277	99,366	106,346	113,519
股本	71	71	71	71	71
公积金	32,781	33,408	33,444	33,444	33,444
未分配利润	32,297	34,278	37,639	40,837	44,118
归属母公司权益	65,149	67,757	71,153	74,351	77,633
少数股东权益	23,686	24,520	28,213	31,994	35,886

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售和管理费用率	1.87%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%
财务费用率	-0.08%	-0.02%	-0.12%	-0.09%	-0.05%
所得税率	24.76%	27.40%	25.00%	25.00%	25.00%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.32	0.32	0.37	0.38	0.39
每股经营现金流	1.45	1.44	1.80	1.74	1.88
每股净资产	7.52	7.83	8.22	8.59	8.97
每股销售收入	21.60	22.40	23.53	24.90	26.10

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	9.4	10.5	9.1	8.8	8.5
PB	0.86	0.83	0.79	0.75	0.72
EV/EBITDA	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8
股息率	4.2%	4.2%	4.9%	5.1%	5.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼