



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026年05月14日

基础数据

05月13日收盘价（元）	19.84
总市值（亿元）	75.75
总股本（亿股）	3.82

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：李静云

S0190522120001
lijingyun@xyzq.com.cn

研究助理：满明昊

manminghao@xyzq.com.cn

首华燃气(300483.SZ)

稀缺的天然气上游生产商，资源禀赋优秀气量快速增长

投资要点：

- **以上游业务为核心延伸至中下游，业绩扭亏股权激励彰显信心。**2023年公司剥离园艺业务聚焦天然气，目前业务涵盖上游石楼西区块勘探开发、中游永西连接线增压代输以及下游贸易销售的天然全产业链。2023-2024年计提大额商誉、无形资产减值后，随天然气产量快速增长2025年公司实现归母净利润1.69亿元，成功扭亏为盈；2026年一季度归母净利润0.53亿元，同比+155%。公司第一期股权激励计划以2023年收入为基数，2024-2026年收入增长目标值分别为40%/120%/160%，第二期股权激励计划2025-2026年目标值对应收入不低于25.3亿元/29.9亿元，目前2024-2025年目标均已达成。
- **石楼西区块资源禀赋优质，技术突破产量快速增长。**2021年以来体积压裂等技术突破使深部煤层气开发条件逐渐成熟，2021年鄂尔多斯盆地东缘大吉区块水平井测试日产气达10万方级，标志深部煤层气进入规模化开发阶段，公司石楼西区块紧邻大宁-吉县区块，地质条件具备高度相似性，厚度大、吨煤含气量高，截至2025年底累计探明经济可采储量达到785亿方，累计备案产量达到35亿方/年。2025年公司完钻深层煤层气水平井56口、投产29口，全年天然气产量同比+98%至9.26亿方，2026年一季度产量同比+38%。
- **生产成本持续下降，售气价亦有望受益于国际油气价格中枢上行。**公司自产天然气单方成本持续下行，其中由于新井单方折耗约0.53元/方，使得公司平均单方折耗由2024年的0.85元/方下降至2025年的0.74元/方；减值后单方摊销成本由2024年的0.11元/方降低至2025年的0.08元/方；水电网场站等固定资产以及人工成本增长比例低于产量，未来随新井开发以及产量快速增长公司单方成本仍有下降空间。价格方面，2025年公司平均销售价格同比-2%至2.32元/方，若海外油气价格维持高位或逐步传导至国内，如俄乌冲突后中石油调升管道气合同价带动国内气价中枢上行，公司2022年平均销售价格亦同比+51%至2.85元/方。
- **拓展中下游管输与销售业务，丰富产业盈利点。**公司中游管输业务为永西连接线，联通中油煤大吉气田煤层气产区与西气东输一线88#阀室，2025年天然气管输量10亿立方米，同比+62%，处于满负荷运行状态，由于管输线上游气源大吉气田年产能已达到40亿方/年，公司拟将输气能力由300万方/日提升至400万方/日，同时预留400万方/日的基础设施扩展空间。销售业务依托临近大宁-吉县区块、石楼西区块的气源优势，构筑成本以及稳定性优势，2025年公司外购销售气量达到4.4亿方，同比增长63%。
- **投资建议：**公司核心开发区域为石楼西区块，资源禀赋优秀且受益于煤层气开采技术突破，天然气产量维持快速增长，海外油气价格若持续上行或抬高国内天然气价格中枢。我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为4.49、7.01、8.86亿元，同比+165%、+56%、+26%，对应2026年5月13日收盘价PE分别为16.9x、10.8x、8.6x，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**国际油气价格波动、勘探开发不及预期、政府补贴政策变化

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2815	3436	3911	4399
同比增长	82.1%	22.1%	13.8%	12.5%
归母净利润（百万元）	169	449	701	886
同比增长	-	165.1%	56.3%	26.3%
毛利率	17.1%	23.9%	27.8%	31.0%
ROE	6.9%	11.1%	14.8%	15.8%
每股收益（元）	0.44	1.18	1.84	2.32
市盈率	44.7	16.9	10.8	8.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 公司基本情况：以上游为核心延伸至中下游，业绩扭亏为盈.....	3
二、 煤层气增储上产，上游业务量效齐升	6
三、 拓展中下游管输与销售业务，丰富产业盈利点.....	10
四、 盈利预测与估值	11
五、 风险提示.....	12

图目录

图 1、 公司发展沿革.....	3
图 2、 公司业务概况.....	3
图 3、 公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）	4
图 4、 公司营业收入情况	5
图 5、 公司归母净利润情况.....	5
图 6、 公司资产减值情况（亿元）	5
图 7、 公司经营现金流情况（亿元）	6
图 8、 公司资产负债率情况.....	6
图 9、 中国传统煤层气与深部煤层气理论技术及产量发展历程图	7
图 10、 我国主要含煤盆地煤岩气资源分布图	7
图 11、 石楼西区块地理位置	7
图 12、 公司天然气产量情况.....	8
图 13、 公司单方油气资产折耗情况.....	9
图 14、 公司合同权益摊销情况.....	9
图 15、 公司天然气平均销售价格	10
图 16、 永西连接线地理位置示意图.....	11
图 17、 公司代输气量情况（亿方）	11
图 18、 公司天然气外购情况.....	11

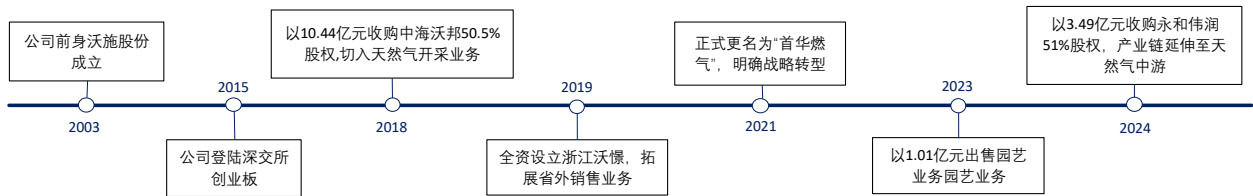
表目录

表 1、 公司天然气资源情况.....	8
表 2、 公司业务与盈利预测.....	12
表 3、 同行业部分公司估值表（截至 2026 年 5 月 13 日收盘）	12

一、公司基本情况：以上游为核心延伸至中下游，业绩扭亏为盈

以上游开发为核心，向中下游延伸的天然气综合运营商。公司前身为 2003 年成立的沃施股份，成立初期主营园艺用品，于 2015 年登陆创业板。2018 年公司 10.44 亿元收购中海沃邦 50.5% 股权，从而切入天然气上游勘探开发领域；2019 年设立浙江沃憬从事天然气销售业务；2021 年正式更名为首华燃气，明确战略转型；2023 年以 1.01 亿元对价剥离园艺业务；2024 年以 3.49 亿元收购永和伟润 51% 股权，业务向中游代输增压进一步延伸。截至 2025 年末，公司已形成天然气开采、代输和销售全产业链布局的业务结构。

图1、公司发展沿革



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司业务涵盖天然气上游勘探开发、中游代输增压以及下游贸易销售。公司上游业务为中海沃邦作为作业者在山西石楼西区块进行致密气与煤层气勘探开发，与资源方中石油煤层气公司共同展开销售并获取分成收益；中游业务为永和伟润运营的永西连接线；下游业务为浙江沃憬、山西沃晋等下属公司自中油煤气源体系购入天然气，开展自主贸易业务。

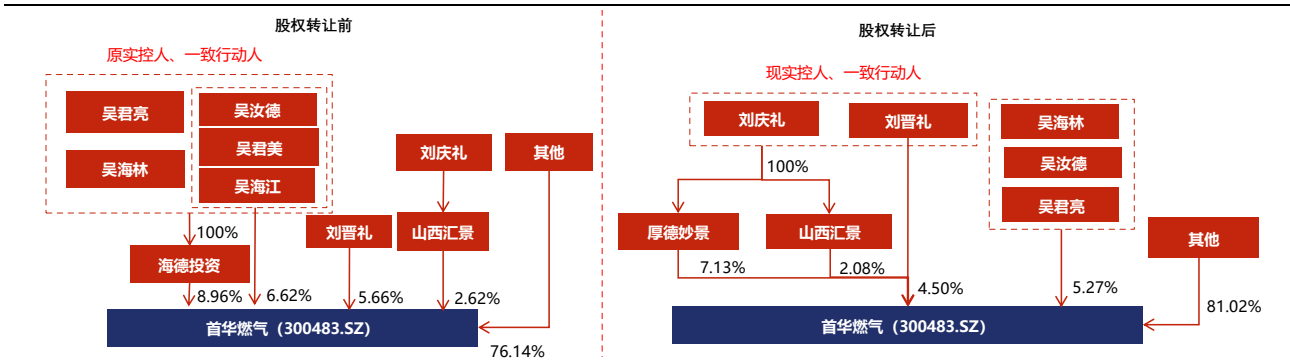
图2、公司业务概况

<p>天然气开采销售</p> <p>2009年8月13日，公司下属控股子公司北京中海沃邦能源投资有限公司通过与中石油煤层气有限责任公司签订《合作合同》（又称“产品分成合同”、“PSC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，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。</p>	<p>天然气销售</p> <p>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自中石油临近区块购入天然气，开展天然气销售业务。同时，通过西气东输一线87#、88#阀室，依托临近石楼西区块、大宁吉县区块的气源优势，开展天然气销售业务。</p>	<p>天然气代输增压</p> <p>2024年2月，公司完成对永和伟润51%股权的收购，永和伟润主营天然气的增压、管输及销售，交易完成后公司能够通过永和伟润位于山西省永和县的臯壁站连接西气东输一线88#阀室，为上游气源方天然气管线上截西气东输一线提供管输服务。</p>

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控制权于 2026 年 1 月完成变更，目前实控人为刘庆礼和刘晋礼。2024 年 11 月 26 日，原控股股东海德投资与刘庆礼签署《股份转让协议》，约定将海德投资所持有的 10.29% 公司股权转让给刘庆礼；2025 年 9 月 5 日将受让方由刘庆礼调整为厚德妙景，同日厚德妙景、山西汇景及刘晋礼签署一致行动协议，约定三方在上市公司层面保持一致行动。2026 年 1 月 27 日协议转让完成，公司控股股东变更为厚德妙景及其一致行动人山西汇景、刘晋礼。截至 2026 年 3 月 31 日控股股东持股比例合计 13.71%，实际控制人为刘庆礼、刘晋礼。

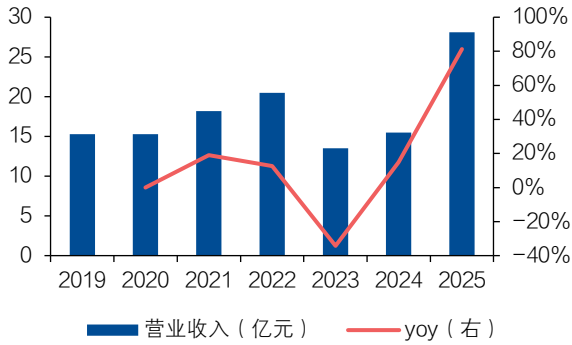
图3、公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

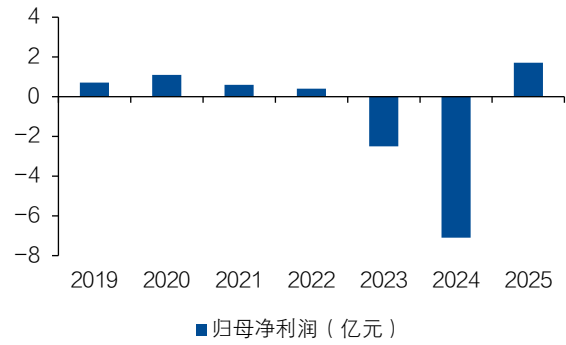
2023-2024 年计提大额减值，2025 年业绩扭亏为盈。2018 年公司收购中海沃邦确认商誉 3.96 亿元以及石楼西区块 30 年独家勘探开发权合同权益 27.1 亿元，2023-2024 年由于致密气井产建节奏不及预期，叠加天然气价格下行，2023 年计提商誉减值 2.17 亿元，2024 年计提商誉减值 1.79 亿元以及无形资产减值 6.43 亿元，使得 2023-2024 年归母净利润分别为-2.46、-7.11 亿元。2025 年，随公司产量快速增长，营业收入同比+81%至 28.1 亿元，实现归母净利润 1.69 亿元，成功扭亏为盈；2026 年一季度公司实现营业收入 8.1 亿元，同比+17.8%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比+155%。

图4、公司营业收入情况



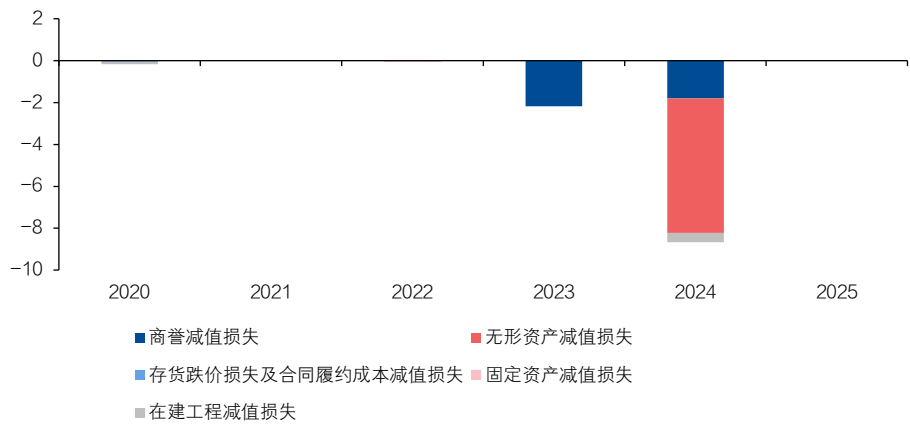
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

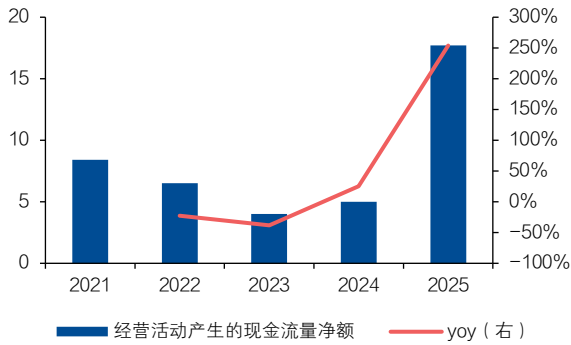
图6、公司资产减值情况（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

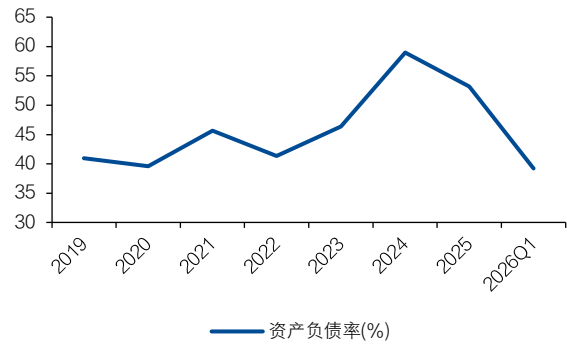
现金流状况良好，可转债已完成转股，资产负债结构优化。2025年，公司经营活动现金流量净额17.7亿元，同比+254%，经营性现金流量净额显著高于归母净利润，主要是由于折旧折耗成本达到8亿元。2026年3月公司可转债已全部赎回并摘牌，截至2026年3月底公司在手货币资金14.2亿元，长期+短期借款6.8亿元，资产负债率39.2%，财务状况良好，为产能扩张以及中海沃邦剩余股权收购提供支撑。

图7、公司经营现金流情况（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司资产负债率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

股权激励计划以营业收入增速为目标，提振业绩信心。2024年4月，公司通过限制性股票激励计划，以营业收入增长为核心考核指标，以2023年收入为基数，2024-2026年收入增长目标值分别为40%/120%/160%，触发值分别为30%/100%/140%；2025年4月公司再次推出限制性股票激励计划，2025-2026年目标值对应收入不低于25.3亿元/29.9亿元，触发值对应不低于23.0亿元/27.6亿元；个人层面根据绩效结果决定归属比例。目前公司2024-2025年股权激励均已达到目标值，公司层面归属比例为100%。

二、煤层气增储上产，上游业务量效齐升

我国煤层气储量丰富分布广，“十四五”以来深层煤岩气开采技术加速突破。中国是煤层气资源丰富的国家，埋深2000米以浅的煤层气地质资源量达36.8万亿立方米，储量位居世界第三位。我国煤层气勘探开采试验始于20世纪90年代初，2005年潘河煤层气项目投产后我国煤层气地面开发正式进入规划化开采阶段，由于勘探开采技术未成熟，主要开采方向集中于1500米以浅的中浅层煤层气，2021年以来体积压裂等技术突破使深部煤岩气开发条件逐渐成熟，新井产量显著提升，勘探重心由中浅层向深层煤岩储层转移。2021年鄂尔多斯盆地东缘大吉区块水平井测试日产气达10万方级，标志深部煤岩气进入规模化开发阶段。

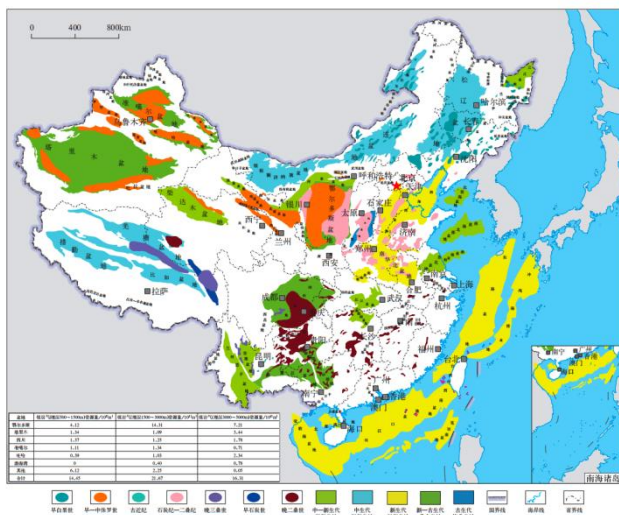
图9、中国传统煤层气与深部煤层气理论技术及产量发展历程图



数据来源：《中国煤层气理论技术、勘探开发进展与前景展望》李国欣等，兴业证券经济与金融研究院整理

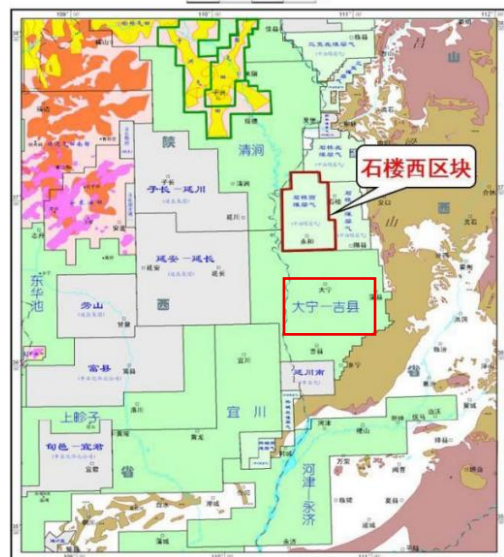
公司石楼西区块位于鄂尔多斯盆地东部，紧邻我国首个商业化开发深部煤岩气田。我国煤层气资源主要富集于鄂尔多斯等西北部盆地地带，根据《我国“十四五”煤层气勘探开发新进展与前景展望》(吴裕根等)，截至2022年底我国煤层气探矿权/采矿权173/27个，其中沁水-鄂东地区探矿权和采矿权面积约占全国96%和91%。2021年大宁-吉县区块探明760亿方地质储量，成为我国首个埋深超2000m的大型深层煤层气田，2026年3月日产量达到1100万方。公司核心开发区域为石楼西区块，紧邻大宁-吉县区块，地质条件具备高度相似性，厚度大、吨煤含气量高。

图10、我国主要含煤盆地煤岩气资源分布图



数据来源：《中国煤层气理论技术、勘探开发进展与前景展望》，李国欣等，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、石楼西区块地理位置



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

煤层气储量丰富，有序推进深层煤层气开发方案评审。2024-2025年，公司石楼西区块新增煤层气探明地质储量888亿方、经济可采储量342亿方，截至2025

年底公司石楼西区块内累计地质储量 2164 亿方、探明经济可采储量达到 785 亿方。依托永和 45-34 井区以及永和 45-34 井区西区新增探明储量，公司编制完成设计规模 13 亿方/年开发方案并提交中石油评审，2026 年 2 月公司根据评审意见报告完成修改并完成复核。

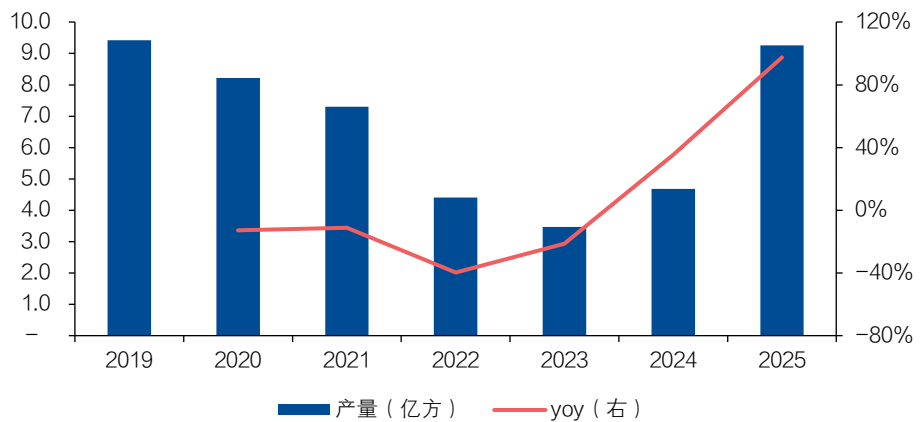
表1、公司天然气资源情况

项目	备案批复时间	叠合含气面积 (平方公里)	地质储量 (亿方)	技术可采储量 (亿方)	经济可采储量 (亿方)	备案产量 (亿方/年)
致密气						
永和 18 井区	2014 年 6 月	114	157	77	46	12
永和 45 井区	2017 年 6 月	468	635	302	211	
永和 30 井区	2016 年 3 月	346	484	231	186	10
合计		928	1,276	610	443	22
煤层气						
永和 45-34 井区	2024 年 4 月	231	682	341	265	13 (已复核待备案)
永和 45-34 井区西区	2025 年 3 月	70	206	103	77	
合计		301	888	444	342	
公司总计		1229	2164	1054	785	22

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

持续推进煤层气开发，2025 年公司天然气产量同比增长 98%。公司持续完善勘探开发技术体系，充分利用煤层气兼探致密气思路进行开发，2025 年完钻深层煤层气水平井 56 口、投产 29 口，全年天然气产量同比+98%至 9.26 亿方，2026 年公司仍持续推进深层煤层气、致密砂岩气开发井部署，2026 年一季度产量同比+38%。

图12、公司天然气产量情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

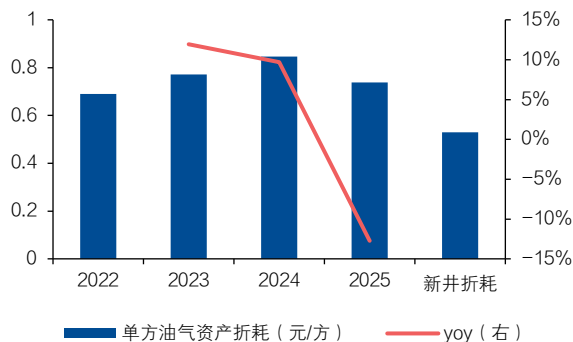
公司自产天然气单方成本持续下行，主要是由于：

(1) 深层煤层气开发技术突破，超长水平段钻进、高效压裂技术等日益成熟。2025 年公司新增单口煤层气投资成本约 2900 万(不含税)，单井生命期累产(EUR) 约 5500 万方，折算新井单方折耗 0.53 元/方，公司平均单方折耗由 2024 年的 0.85 元/方下降至 0.74 元/方，随新井逐步投产公司平均折耗将逐步下行向新井折耗水平靠近；

(2) 2024 年计提大额合同权益减值，单方摊销成本降低。公司合同权益主要为合并中海沃邦时根据中海沃邦与中石油煤层气合作协议确认的无形资产，2024 年确认合同权益减值 6.43 亿元，截至 2025 年底公司合同权益账面余额为 15.47 亿元。合同权益摊销方式为合同剩余期限内按产量法摊销，减值后单方摊销成本由 2024 年的 0.11 元/方降低至 2025 年的 0.08 元/方；

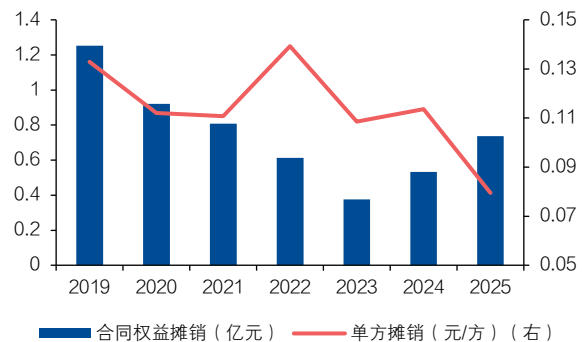
(3) 水电网、场站等固定资产以及人工成本增长比例低于产量。由于管理成本、销售费用以及人工成本、场站设备等固定资产折旧并不随产量同比例增长。

图13、公司单方油气资产折耗情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司合同权益摊销情况



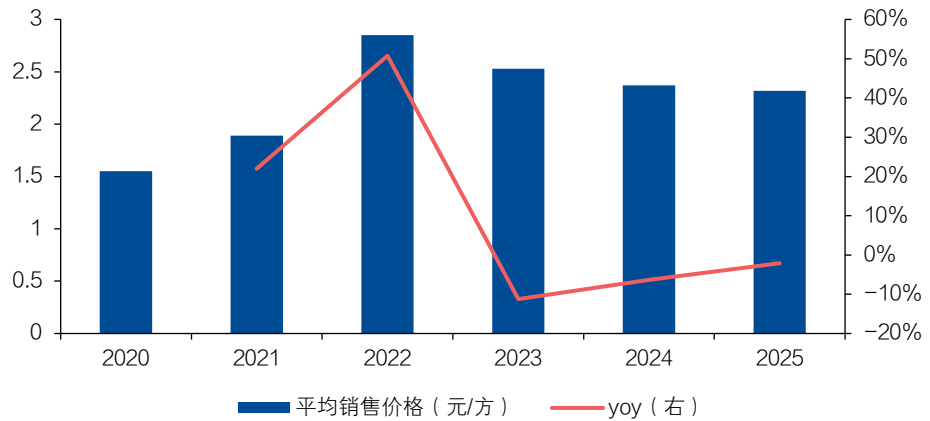
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

与中油煤根据 PSC 合同约定分成比例。公司控股子公司中海沃邦通过与中油煤签订产量分成合同（“PSC”合同）开展区域内天然气勘探开发业务，开发所得天然气由双方共同销售，主要通过管网系统输送至山西省沿线城市或大型直供用户，或上载“西气东输”国家级干线输送至其他地区，销售所得收入按一定比例分成，2025 年中海沃邦在永和 18、45 井区分成比例为 76%，在永和 30 井区分成比例为 87%，在永和 45-34 以及 45-34 西区分成比例为 88%。

若海外油气价格维持高位，公司销售价格或受益于国内气价中枢上行。由于中国天然气供给来源更分散，2025 年中国天然气表观消费量 4332 亿方，其中自产气/进口 LNG/进口管道气分别为 2184/951/826 亿方，进口依赖度 41%，量的影响

相对可控且长协价格传导有滞后性，因此 2026-2027 年度中石油管道气合同核心定价机制与 2025-2026 年度基本保持一致，但若国际油气价格持续维持高位运行，类比 2022 年俄乌冲突，中石油在采暖季或后续年度定价中对进口成本上行逐步传导，从而抬升国内管道气价格中枢，2022 年公司平均售气价格亦同比+51%至 2.85 元/方。

图15、公司天然气平均销售价格



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、拓展中下游管输与销售业务，丰富产业盈利点

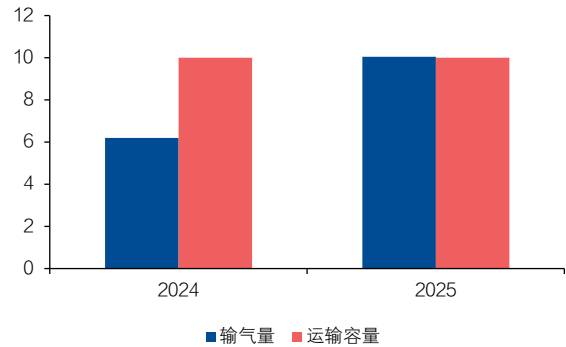
永西连接线连通大吉气田与西气东输一线，已接近满负荷运行并规划扩建。公司通过下属公司永和伟润（截至 2025 年底持股 51%）提供天然气管输、增压与销售服务，其建设运营的永西连接线连接中油煤大吉气田煤层气产区与西气东输一线 88# 阀室。2025 年公司实现天然气管输量 10 亿立方米，同比+62%，处于满负荷运行状态，由于管输线上游气源大吉气田年产能已达到 40 亿方/年，公司已规划扩建改造提升上载能力，拟将输气能力由 300 万方/日提升至 400 万方/日，同时预留 400 万方/日的基础设施扩展空间视情况扩容。根据交付点不同管输费定价在 0.14-0.305 元/方之间，2025 年永和伟润实现营业收入 6.98 亿元，归母净利润 0.83 亿元。

图16、永西连接线地理位置示意图



数据来源：北京伟润，兴业证券经济与金融研究院整理

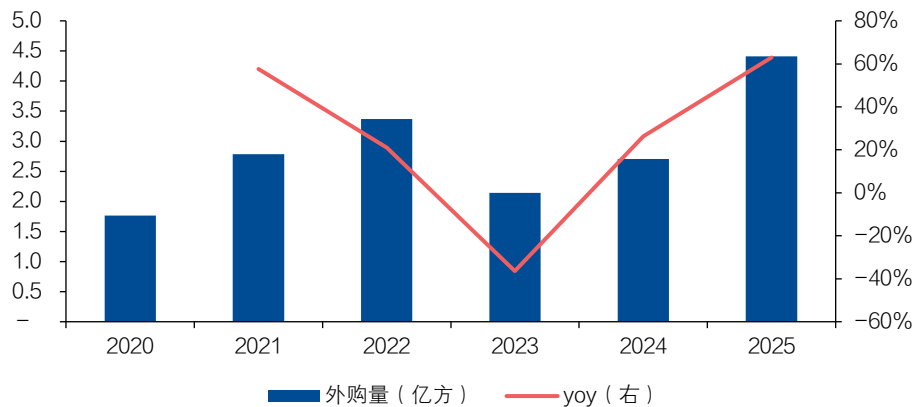
图17、公司代输气量情况（亿方）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

依托临近气源优势开展自主销售业务，2025 年外购气量同比增长 63%。公司销售业务由下属公司浙江沃瀑、山西沃晋等由中国石油临近区块购入天然气后自行对外销售，下游客户涵盖城燃、工业、化工、交通、电力等。依托临近大宁-吉县区块、石楼西区块的气源优势，构筑成本以及气源稳定性优势。2025 年公司外购销售气量达到 4.4 亿方，同比增长 63%。

图18、公司天然气外购情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

天然气开采：公司山西煤层气业务进入快速放量期，预计 26/27/28 年天然气自产量达到 12/14/16 亿方，分别同比+30%/+17%/+14%；

天然气代输业务：预计平均管输费维持稳定，随着输气容量扩容，预计 2026-2028 年代输气量分别为 11/12/13 亿方。

表2、公司业务与盈利预测

	2025	2026E	2027E	2028E
自产量 (亿方)	9.3	12	14	16
同比增长率		30%	17%	14%
销售量 (亿方)	13.7	16.6	18.9	20.1
同比增长率		21%	14%	6%
管输量 (亿方)	10	11	12	13
同比增长率		10%	9%	8%
营业收入 (百万元)	2,814	3,436	3,911	4,399
同比增长率		22%	14%	12%
营业成本 (百万元)	2,333	2,616	2,822	3,035
同比增长率		12%	8%	8%
毛利 (百万元)	481	820	1088	1,364
同比增长率		70%	33%	25%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：公司核心开发区域为石楼西区块，紧邻我国首个商业化开发深部煤岩气田大宁-吉县区块，资源禀赋优秀，且受益于煤层气开采技术突破，天然气产量维持快速增长。此外，海外油气价格若持续上行或抬高国内天然气价格中枢，公司售价有望受益。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 4.49、7.01、8.86 亿元，同比+165%、+56%、+26%，对应 2026 年 5 月 13 日收盘价 PE 分别为 16.9x、10.8x、8.6x，首次覆盖给予“增持”评级。

表3、同行业部分公司估值表 (截至 2026 年 5 月 13 日收盘)

	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB-MRQ
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	
300483.SZ 首华燃气	76	1.7	4.5	7.0	8.9	44.7	16.9	10.8	8.6	2.07
603393.SH 新天然气*	127	8.1	12.0	14.6	16.5	15.7	10.6	8.7	7.7	1.35
600938.SH 中国海油	17,211	1221	1541	1500	1381	14.1	11.2	11.5	12.5	2.06

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*: 采用 wind 一致预期

五、风险提示

- **国际油气价格波动：**原油、天然气价格受到国际地缘冲突、供需、金融等多种因素影响，若全球油气价格下行并传到至国内将影响公司盈利能力
- **勘探开发不及预期：**公司煤层气与致密气勘探开发具备不确定性，若产量不及预期将影响公司收入与利润
- **政府补贴政策变化：**公司煤层气与致密气属于非常规气受到政府补贴，若补贴下调将影响公司业绩

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1671	2702	3765	5214
货币资金	1507	2486	3529	4956
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	24	56	64	72
预付款项	68	78	85	91
存货	19	22	24	25
其他	51	59	64	69
非流动资产	6926	7073	7126	6783
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	952	1104	1227	1302
在建工程	1219	1215	1212	1129
无形资产	1557	1460	1350	1227
商誉	236	236	236	236
其他	2951	3046	3090	2877
资产总计	8596	9775	10891	11996
流动负债	2661	3198	3438	3435
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	683	763	823	885
其他	1978	2435	2614	2550
非流动负债	1913	791	791	791
长期借款	480	480	480	480
其他	1433	311	311	311
负债合计	4574	3989	4229	4226
股本	290	382	382	382
未分配利润	-375	7	603	1356
少数股东权益	1567	1759	1934	2156
股东权益合计	4023	5786	6662	7770
负债及权益合计	8596	9775	10891	11996

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	169	449	701	886
折旧和摊销	900	1065	1160	1244
营运资金的变动	473	486	218	-24
经营活动产生现金流量	1769	2217	2261	2332
资本支出	-1202	-1213	-1213	-900
长期投资	-5	0	0	0
投资活动产生现金流量	-251	-1199	-1197	-882
债权融资	-825	0	0	0
股权融资	22	0	0	0
融资活动产生现金流量	-965	-39	-22	-22
现金净变动	553	979	1042	1427

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2815	3436	3911	4399
营业成本	2333	2616	2823	3035
税金及附加	62	75	86	96
销售费用	4	5	4	4
管理费用	84	103	113	119
研发费用	4	5	4	4
财务费用	119	39	22	22
投资收益	11	14	16	18
公允价值变动收益	-2	0	0	0
信用减值损失	7	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	386	803	1099	1387
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	379	803	1099	1387
所得税	77	162	222	280
净利润	303	641	877	1107
少数股东损益	134	192	175	221
归属母公司净利润	169	449	701	886
EPS(元)	0.44	1.18	1.84	2.32

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	82.1%	22.1%	13.8%	12.5%
营业利润增长率	-	108.2%	36.7%	26.3%
归母净利润增长率	-	165.1%	56.3%	26.3%
盈利能力				
毛利率	17.1%	23.9%	27.8%	31.0%
归母净利率	6.0%	13.1%	17.9%	20.1%
ROE	6.9%	11.1%	14.8%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	53.2%	40.8%	38.8%	35.2%
流动比率	0.63	0.84	1.10	1.52
速动比率	0.59	0.81	1.06	1.48
营运能力				
资产周转率	33.2%	37.4%	37.9%	38.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.44	1.18	1.84	2.32
每股经营现金	4.63	5.81	5.92	6.11
估值比率(倍)				
PE	44.7	16.9	10.8	8.6
PB	3.1	1.9	1.6	1.3

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn