

兖矿能源 (600188.SH)

弹性与成长兼备

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年年报：2025 年公司实现营收 1449.3 亿元 (-7.5%)，归母净利润 83.8 亿元 (-43.6%)，扣非归母净利润 74.0 亿元 (-46.7%)；其中 2025Q4 公司实现营收 399.8 亿元 (+5.5%)，归母净利润 12.6 亿元 (-60.1%)，扣非归母净利润 8.8 亿元 (-69.0%)。四季度煤价高位持续回落拖累业绩。

煤炭业务：煤价中枢下行拖累业绩，向“十五五”末原煤产能突破 3 亿吨目标迈进。2025 年公司商品煤产量 1.8 亿吨，同比+6.3%，创历史新高；商品煤销量 1.7 亿吨，同比+3.7%。价格方面，自产煤、外购煤销售均价分别为 513 元/吨、668 元/吨，分别同比-122 元/吨、-322 元/吨。成本方面，2025 年自产煤吨煤销售成本 321 元/吨，同比下降 14 元。项目进展方面，内蒙古区域油房壕煤矿土建工程基本完工；刘三坨巨煤矿、霍林河一号煤矿分别取得年产 1000 万吨、700 万吨采矿许可证；嘎鲁图煤矿规划年产能提升至 800 万吨；兴和铝业曹四夭钼矿获发年产规模 1650 万吨的采矿许可证电子证书；甘肃区域杨家坪煤矿顺利开工；马福川煤矿和毛家川煤矿均取得年产 500 万吨采矿许可证，并取得初步设计批复。

鲁西矿业、新疆能化 2023-2025 年度业绩承诺均未完成，合计业绩补偿金额约 183.5 亿元。其中鲁西矿业业绩补偿金额约 120 亿元；新疆能化业绩补偿金额约 63.5 亿元。

煤化工业务：量增本降，盈利增加；新建项目有序推进。2025 年公司煤化工实现营收 243 亿元，同比-5.8%；毛利 64 亿元，同比+17%。化工品产量 978 万吨，同比+8.5%，销量 857 万吨，同比+5.7%，其中陕蒙基地化工项目全面实现达产达效，生产甲醇 412 万吨，煤制油 100 万吨；新疆新天煤化工生产天然气 21.5 亿立方，创投产以来最好水平。受益于煤价中枢下行，化工品吨成本下降 419 元，吨售价下滑的 347 元。项目进展方面，鲁南化工“低碳高效动能转换一体化项目”正式启动，其中年产 100 万吨甲醇项目开工建设，年产 40 万吨辛醇项目取得环评批复；荣信化工 80 万吨/年烯烃项目预计 12 月投料试车；新疆能化 80 万吨/年煤制烯烃项目开工建设；未来能源 50 万吨高温费托项目有序推进。

物流运输业务：深耕“实体物流+数智平台”发展模式，加快资源整合，目标在“十五五”末建成国内一流的大宗商品智慧物流综合服务商。2025 年公司物流运输业务实现营收 151 亿元，毛利润 4.2 亿元。公司自营及参股铁路运营里程突破 4000 公里，建成公铁水综合物流园区 12 个，全年物流货物运量达 3.1 亿吨。控股子公司物泊科技“实体物流+数智平台”模式实现深度融合，全年运量突破 2.46 亿吨；此外公司公告拟将物泊科技分拆至香港联交所主板上市。

未来 3 年分红规划保持较高水平。根据《公司章程》及 2023-2025 年度分红政策，2025 年度现金股利为 0.50 元/股 (含税)，扣除 2025 年半年度现金股利 0.18 元/股 (含税) 后，派发 2025 年度末期现金股利 0.32 元/股 (含税)。全年分红率约 59.5%，以 3 月 30 日收盘价计算，对应 A/H 股息率分别为 2.5%/3.7%。分红规划方面，根据公告，2026-2028 年各会计年度分配的现金股利总额，以中国会计准则和国际财务报告准则财务报表税后利润数较少者为准，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约百分之五十。该规划

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

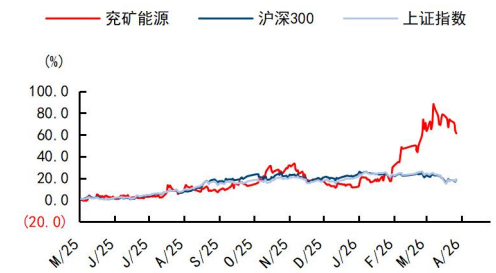
证券分析师：刘孟峦 010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908
huruiyang@guosen.com.cn
S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.01 元
总市值/流通市值	190813/190801 百万元
52 周最高价/最低价	22.84/11.90 元
近 3 个月日均成交额	1488.06 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《兖矿能源 (600188.SH) - 成长与高分红兼备的优质龙头煤企》
2026-01-22

中的分红比例相比此前有所降低，但仍保持高位。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

2026 年受印尼煤炭减产以及地缘冲突等影响，国内煤价表现好于预期，上调盈利预测。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 157/148/152 亿元（2026-2027 年前值为 133/134 亿元）。维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响；地缘政治风险；公司分红率不及预期。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	139,124	144,933	160,545	160,240	163,273
(+/-%)	-7.3%	4.2%	10.8%	-0.2%	1.9%
净利润(百万元)	14425	8381	15658	14819	15225
(+/-%)	-28.4%	-41.9%	86.8%	-5.4%	2.7%
每股收益(元)	1.44	0.83	1.56	1.48	1.52
EBIT Margin	20.0%	13.3%	22.9%	21.7%	21.8%
净资产收益率(ROE)	17.5%	8.3%	14.5%	12.8%	12.3%
市盈率(PE)	14.2	24.4	13.1	13.8	13.4
EV/EBITDA	10.1	13.6	9.7	9.8	9.5
市净率(PB)	2.48	2.04	1.89	1.77	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	38345	37428	37802	46847	56185	营业收入	139124	144933	160545	160240	163273
应收款项	13646	33541	37154	37084	37786	营业成本	89312	102409	98054	99736	101519
存货净额	7625	7565	7580	7615	7684	营业税金及附加	5944	7095	7860	7845	7993
其他流动资产	32953	44021	48764	48671	49592	销售费用	4713	2886	3197	3191	3251
流动资产合计	97355	125505	134250	143166	154196	管理费用	8575	9829	10888	10867	11073
固定资产	135236	165267	172748	179024	184246	研发费用	2735	3398	3764	3757	3828
无形资产及其他	64019	103244	99803	96361	92920	财务费用	2792	4148	4553	4482	4342
投资性房地产	36301	32045	32045	32045	32045	投资收益	2626	2245	2600	2600	2600
长期股权投资	25643	26883	28124	29364	30605	资产减值及公允价值变动	(68)	(77)	(305)	(305)	(305)
资产总计	358554	452944	466970	479960	494012	其他收入	(3490)	(2299)	(3422)	(3415)	(3486)
短期借款及交易性金融负债	39531	53032	53174	53032	53032	营业利润	26857	18435	34867	32999	33903
应付款项	32322	43277	43367	43562	43960	营业外净收支	435	(10)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	45349	52628	52965	53167	53736	利润总额	27292	18425	34857	32989	33894
流动负债合计	117202	148937	149506	149761	150728	所得税费用	6359	4199	7944	7519	7725
长期借款及应付债券	71673	80064	80064	80064	80064	少数股东损益	5875	5217	11255	10652	10944
其他长期负债	36669	52847	52847	52847	52847	归属于母公司净利润	14425	8381	15658	14819	15225
长期负债合计	108342	132911	132911	132911	132911	现金流量表 (百万元)					
负债合计	225544	281847	282417	282672	283639	净利润	14425	8381	15658	14819	15225
少数股东权益	50416	70617	76244	81570	87041	资产减值准备	(24)	62	9	5	4
股东权益	82594	100480	108309	115719	123331	折旧摊销	14578	16519	13619	14856	15910
负债和股东权益总计	358554	452944	466970	479960	494012	公允价值变动损失	68	77	305	305	305
关键财务与估值指标						财务费用	2792	4148	4553	4482	4342
每股收益	1.44	0.83	1.56	1.48	1.52	营运资本变动	(23197)	7826	(7908)	530	(722)
每股红利	2.22	1.82	0.78	0.74	0.76	其它	(3195)	4031	5618	5321	5468
每股净资产	8.23	10.01	10.79	11.53	12.29	经营活动现金流	2654	36895	27302	35836	36191
ROIC	10.43%	5.60%	10%	9%	9%	资本开支	0	(43984)	(18000)	(18000)	(18000)
ROE	17.46%	8.34%	14%	13%	12%	其它投资现金流	(2492)	1836	0	0	0
毛利率	36%	29%	39%	38%	38%	投资活动现金流	(4143)	(43388)	(19240)	(19240)	(19240)
EBIT Margin	20%	13%	23%	22%	22%	权益性融资	(87)	18774	0	0	0
EBITDA Margin	30%	25%	31%	31%	32%	负债净变化	(5655)	1400	0	0	0
收入增长	-7%	4%	11%	-0%	2%	支付股利、利息	(22329)	(18249)	(7829)	(7409)	(7613)
净利润增长率	-28%	-42%	87%	-5%	3%	其它融资现金流	58292	20500	141	(141)	0
资产负债率	77%	78%	77%	76%	75%	融资活动现金流	2236	5577	(7688)	(7551)	(7613)
股息率	10.9%	8.9%	3.8%	3.6%	3.7%	现金净变动	748	(917)	374	9045	9338
P/E	14.2	24.4	13.1	13.8	13.4	货币资金的期初余额	37597	38345	37428	37802	46847
P/B	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	38345	37428	37802	46847	56185
EV/EBITDA	10.1	13.6	9.7	9.8	9.5	企业自由现金流	0	(4726)	16111	24289	24681
						权益自由现金流	0	17174	12737	20687	21329

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032