

25Q2 业绩下滑，下半年业绩改善可期

2025 年 08 月 30 日

➤ **事件:** 2025 年 8 月 29 日, 公司发布 2025 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 593.49 亿元, 同比-17.93%, 实现归母净利润 46.52 亿元, 同比-39.38%。

➤ **25Q2 业绩环比下降。** 25Q2 公司实现归母净利润 19.42 亿元, 同比-53.15%, 环比-37.66%。

➤ **25H1 煤炭产量增长, 售价下滑。** 25H1 公司实现煤炭产量 7359.7 万吨, 同比+6.54%, 煤炭销量 6481.1 万吨, 同比-4.51%, 其中自产煤销量 6234.2 万吨, 同比-2.22%。实现煤炭综合售价 531.93 元/吨, 同比-23.75%, 其中自产煤售价 529.5 元/吨, 同比-20.68%。吨煤成本为 367.16 元/吨, 同比-14.04%, 自产煤成本 361.62 元/吨, 同比-5.38%。煤炭业务毛利率为 30.98%, 同比-7.8 个百分点。

➤ **25Q2 自产煤销量环比增长, 毛利环比下降。** 25Q2 公司实现煤炭产量 3679.5 万吨, 同比+6.83%, 环比-0.02%, 完成煤炭销量 3338.5 万吨, 同比-0.91%, 环比+6.23%, 其中自产煤销量 3185.1 万吨。同比+2.38%, 环比+4.46%。综合售价为 513.79 元/吨, 同比-23.06%, 环比-6.79%, 其中自产煤售价 514.4 元/吨, 同比-22.04%, 环比-5.66%。吨煤成本为 371.75 元/吨, 同比-3.43%, 环比+2.62%, 自产煤成本为 370.35 元/吨, 同比-0.15%, 环比+5.06%。煤炭业务毛利为 47.42 亿元, 同比-50.23%, 环比-20.13%。

➤ **非煤业务毛利环比微降。** 25Q2 公司完成化工品销量 233.1 万吨, 同比+15.57%, 环比-3.44%。化工业务实现毛利 15.97 亿元, 同比+21.35%, 环比+9.46%。25Q2 公司完成发电量 18.03 亿千瓦时, 同比-7.47%, 环比+0.58%。电力业务实现毛利 1.07 亿元, 同比+245.16%, 环比+109.8%。25Q2 非煤业务合计实现毛利 17.04 亿元, 同比+26.5%, 环比+12.85%。

➤ **中期分红, A/H 股息率分别为 1.39%/2.18%。** 公司拟派发中期股息每股 0.18 元, 相当于每股 0.197 港元, 以 2025 年 8 月 29 日 A/H 股股价测算, 股息率分别为 1.39%/2.18%。此外, 公司公告拟回购 A 股人民币 0.5-1 亿元; H 股人民币 1.5-4 亿元, 回购的 A 股股份将用于公司股权激励。回购的 H 股股份用于减少公司注册资本。A 股回购价格不超过 17.08 元/股; 每次回购 H 股价格不高于回购前 5 个交易日公司 H 股股票平均收市价的 105%。

➤ **投资建议:** 25Q3 西北矿业并表, 叠加下半年煤价反弹, 公司业绩有望改善。我们预计 2025-2027 年公司归母净利为 102.08/124.45/133.45 亿元, 对应 EPS 分别为 1.02/1.24/1.33 元, 对应 2025 年 8 月 29 日股价的 PE 为 13/10/10 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 煤炭、化工品价格大幅下滑; 资产注入进度不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	139,124	126,653	132,424	136,822
增长率 (%)	-7.3	-9.0	4.6	3.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	14,425	10,208	12,445	13,345
增长率 (%)	-28.4	-29.2	21.9	7.2
每股收益 (元)	1.44	1.02	1.24	1.33
PE	9	13	10	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

12.95 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@glms.com.cn

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@glms.com.cn

分析师 王姗姗

执业证书: S0100524070004

邮箱: wangshanshan_yj@glms.com.cn

分析师 卢佳琪

执业证书: S0100525060003

邮箱: lujiaqi@glms.com.cn

相关研究

1. 兖矿能源 (600188.SH) 2025 年一季报点评: 煤价波动影响业绩, 后续成长空间广阔-2025/04/26
2. 兖矿能源 (600188.SH) 事件点评: 收购西北矿业股权, 3 亿吨规划更进一步-2025/04/09
3. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年年报点评: 2025 年产量继续增长, 成本有望下降-2025/03/29
4. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年三季报点评: 24Q3 业绩环比微增, 化工业务继续扩张-2024/10/26
5. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年半年报点评: 24H1 产销增长, 价格下行影响利润-2024/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139,124	126,653	132,424	136,822
营业成本	89,312	86,629	88,715	91,126
营业税金及附加	5,944	5,446	5,694	5,883
销售费用	4,713	4,306	4,502	4,652
管理费用	8,575	7,852	8,210	8,483
研发费用	2,735	2,533	2,648	2,736
EBIT	27,568	20,156	22,936	24,234
财务费用	2,792	4,457	3,298	3,052
资产减值损失	-11	14	15	15
投资收益	2,626	2,406	2,516	2,600
营业利润	26,857	18,184	22,235	23,865
营业外收支	435	300	300	300
利润总额	27,292	18,484	22,535	24,165
所得税	6,359	4,307	5,251	5,630
净利润	20,932	14,177	17,284	18,535
归属于母公司净利润	14,425	10,208	12,445	13,345
EBITDA	42,866	35,630	38,632	39,935

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	38,345	60,856	70,778	82,189
应收账款及票据	10,209	9,164	9,582	9,900
预付款项	4,747	4,331	4,436	4,556
存货	7,625	7,234	7,408	7,609
其他流动资产	36,429	36,292	36,981	37,141
流动资产合计	97,355	117,876	129,184	141,395
长期股权投资	25,643	25,643	25,643	25,643
固定资产	112,709	115,009	117,310	119,610
无形资产	64,019	64,019	64,019	64,019
非流动资产合计	261,200	259,976	259,869	259,979
资产合计	358,554	377,853	389,053	401,374
短期借款	7,693	7,693	7,693	7,693
应付账款及票据	32,322	30,801	31,543	32,400
其他流动负债	77,187	86,452	85,741	86,015
流动负债合计	117,202	124,947	124,977	126,108
长期借款	55,700	55,200	54,700	54,200
其他长期负债	52,642	55,797	55,797	55,797
非流动负债合计	108,342	110,997	110,497	109,997
负债合计	225,544	235,944	235,474	236,105
股本	10,040	10,037	10,037	10,037
少数股东权益	50,416	54,385	59,225	64,415
股东权益合计	133,010	141,909	153,579	165,269
负债和股东权益合计	358,554	377,853	389,053	401,374

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.29	-8.96	4.56	3.32
EBIT 增长率	-28.39	-26.88	13.79	5.66
净利润增长率	-28.39	-29.24	21.92	7.23
盈利能力 (%)				
毛利率	35.80	31.60	33.01	33.40
净利率	10.37	8.06	9.40	9.75
总资产收益率 ROA	4.02	2.70	3.20	3.32
净资产收益率 ROE	17.46	11.66	13.19	13.23
偿债能力				
流动比率	0.83	0.94	1.03	1.12
速动比率	0.45	0.59	0.68	0.76
现金比率	0.33	0.49	0.57	0.65
资产负债率 (%)	62.90	62.44	60.52	58.82
经营效率				
应收账款周转天数	21.00	25.19	23.52	23.66
存货周转天数	30.97	30.87	29.71	29.66
总资产周转率	0.39	0.34	0.35	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	1.02	1.24	1.33
每股净资产	8.23	8.72	9.40	10.05
每股经营现金流	2.23	4.00	3.42	3.59
每股股利	0.77	0.56	0.68	0.73
估值分析				
PE	9	13	10	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.76	5.73	5.28	5.11
股息收益率 (%)	5.95	4.32	5.27	5.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20,932	14,177	17,284	18,535
折旧和摊销	15,298	15,474	15,696	15,701
营运资金变动	-15,663	8,401	-273	364
经营活动现金流	22,342	40,168	34,309	36,066
资本开支	-17,043	-14,743	-14,973	-15,194
投资	5,408	0	0	0
投资活动现金流	-9,726	-8,761	-12,457	-12,594
股权募资	17,489	0	0	0
债务募资	7,678	1,712	-1,550	-500
筹资活动现金流	-12,386	-8,896	-11,929	-12,061
现金净流量	143	22,511	9,923	11,411

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048