

中国神华 (601088.SH)

旺季增量补欠, Q3 业绩超预期

公司发布 2025 年三季报业绩公告。25 前三季度公司营业收入 2131.51 亿元,同比减少 16.57%;归母净利润 390.52 亿元,同比减少 9.98%;25Q3 营业收入 750.42 亿元,同比减少 13.10%,环比增长 9.51%;归母净利润 144.11 亿元,同比减少 6.24%,环比增长 13.54%。

煤炭: 旺季增量补欠, Q3 量价齐升

- 产销来看, 25Q3 商品煤产量 0.86 亿吨, 同比+2.3%, 环比+3.1%; 商品煤销售量 1.12 亿吨, 同比-3.5%, 环比+5.7%, 其中自产煤销量为 0.87 亿吨 (同比+2.7%); 6 月以来, 公司抓住迎峰度夏有利时机增量补欠, 实现 25Q3 煤炭产量同环比上涨。
- 利价来看, 25Q3 公司自产煤成本 164.5 元/吨, 同比-5.3%, 环比+3.0%; 公司吨煤售价 502 元/吨, 同比-17.1%, 环比+4.3%, 其中环比涨幅主要来自年度长协售价上涨。

电力: Q3 增量降本, 盈利同环比双增。

- 25Q3 公司发电量 640.9 亿千瓦时, 同比-2.3%, 环比+32.5%; 售电量 601.8 亿千瓦时, 同比-2.5%, 环比+32.2%。25Q3 公司售电价格 377 元/兆瓦时, 同比-4.3%, 环比-2.1%, 售电成本 297.5 元/兆瓦时, 同比-14.1%, 环比-12.3%, 单位毛利为 79.5 元/兆瓦时, 同比上涨 63.2%, 环比上涨 72.3%。
- 截至 2025 年 9 月末, 公司发电总装机容量 48681 兆瓦。其中燃煤发电机组总装机容量 45384 兆瓦, 同比增加 1000 兆瓦, 主要为国能神华九江发电有限责任公司二期扩建工程 3 号机组投运所致。同时, 10 月 22 日九江二期 4 号机组也正式建成投运。

盈利预测与投资评级: 考虑当前煤价仍处于上涨趋势, 公司三季报业绩超预期, 我们上调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 508/539/567 亿元, 对应公司 PE16.6/15.7/14.9 倍, 维持公司“买入”评级。

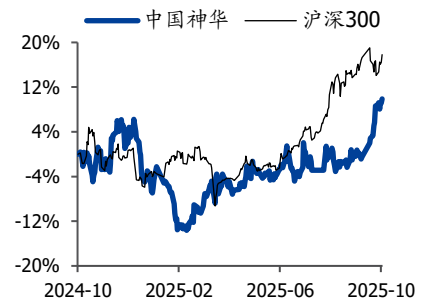
风险提示: 国内经济增速大幅下滑, 煤炭下游需求不及预期, 安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

买入 (维持)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
10 月 24 日收盘价 (元)	42.50
总市值 (百万元)	844,412.10
总股本 (百万股)	19,868.52
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	34.32

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 《中国神华 (601088.SH): 中期分红 79%, 业绩超预期, 外延并购行稳致远》 2025-08-30
- 《中国神华 (601088.SH): 大规模资产收购启动, 外延并购行稳致远, 龙头风范尽显》 2025-08-04
- 《中国神华 (601088.SH): 市场疲软致盈利略承压, 降本增效&资产注入可期》 2025-04-26

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	326,953	337,813	352,550
增长率 yoy（%）	-0.4	-1.4	-3.4	3.3	4.4
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	50,849	53,893	56,736
增长率 yoy（%）	-14.3	-1.7	-13.3	6.0	5.3
EPS 最新摊薄（元/股）	3.00	2.95	2.56	2.71	2.86
净资产收益率（%）	14.6	13.7	11.0	10.9	10.7
P/E（倍）	14.1	14.4	16.6	15.7	14.9
P/B（倍）	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	241523	380711	525996
现金	149986	142415	179099	288093	418573
应收票据及应收账款	19858	15502	14772	15103	15591
其他应收款	2731	2378	2385	6394	8044
预付账款	5999	6232	6488	15725	19205
存货	12846	12482	12730	28927	37375
其他流动资产	7531	26116	26048	26469	27209
非流动资产	431180	452943	462351	470666	475915
长期投资	55571	59840	63905	68657	73066
固定资产	256933	257149	256808	252449	246825
无形资产	61630	64776	68731	73175	76843
其他非流动资产	57046	71178	72907	76385	79181
资产总计	630131	658068	703874	851377	1001911
流动负债	91585	92620	96650	199436	302997
短期借款	2927	1037	2037	3037	4037
应付票据及应付账款	38901	38205	39024	77681	95575
其他流动负债	49757	53378	55589	118718	203386
非流动负债	60176	61496	60280	62230	64180
长期借款	29636	28932	30932	32932	34932
其他非流动负债	30540	32564	29348	29298	29248
负债合计	151761	154116	156930	261666	367177
少数股东权益	69678	77086	86059	95570	105582
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68182	68296	68296	68296	68296
留存收益	299924	313685	344982	378238	413249
归属母公司股东权益	408692	426866	460885	494141	529152
负债和股东权益	630131	658068	703874	851377	1001911

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	91429	163684	186397
净利润	69598	68865	59822	63403	66748
折旧摊销	24760	24456	26057	28545	31124
财务费用	459	91	1775	1927	2079
投资损失	-3815	-4871	-4343	-4607	-4475
营运资金变动	-5291	4146	5093	71425	87569
其他经营现金流	3976	661	3025	2991	3352
投资活动现金流	-36974	-85359	-33908	-35076	-35063
资本支出	-35583	-35790	-31812	-32331	-32480
长期投资	-2868	-17675	-4266	-5003	-4634
其他投资现金流	1477	-31894	2170	2258	2051
筹资活动现金流	-76131	-51173	-20755	-19614	-20855
短期借款	-2289	-1890	1000	1000	1000
长期借款	-8802	-704	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
其他筹资现金流	-65208	-48693	-23755	-22614	-23855
现金净增加额	-23284	-43100	36684	108994	130479

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343074	338375	326953	337813	352550
营业成本	219922	223192	222143	226826	236898
营业税金及附加	18385	17784	17982	18580	19390
营业费用	425	491	589	642	599
管理费用	9812	10340	10136	10810	11282
研发费用	3007	2727	2943	3716	3525
财务费用	501	129	209	-43	-1090
资产减值损失	-3691	-535	-1639	-1337	-1488
其他收益	423	333	378	356	367
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	3815	4871	4343	4607	4475
资产处置收益	83	107	150	113	124
营业利润	91367	88362	75978	80854	85235
营业外收入	912	813	800	400	500
营业外支出	5103	3382	2000	2000	2300
利润总额	87176	85793	74778	79254	83435
所得税	17578	16928	14956	15851	16687
净利润	69598	68865	59822	63403	66748
少数股东损益	9904	10194	8973	9510	10012
归属母公司净利润	59694	58671	50849	53893	56736
EBITDA	115733	108336	101043	107756	113469
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.56	2.71	2.86

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	-1.4	-3.4	3.3	4.4
营业利润(%)	-6.9	-3.3	-14.0	6.4	5.4
归属母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-13.3	6.0	5.3
获利能力					
毛利率(%)	35.9	34.0	32.1	32.9	32.8
净利率(%)	17.4	17.3	15.6	16.0	16.1
ROE(%)	14.6	13.7	11.0	10.9	10.7
ROIC(%)	13.9	12.3	10.1	9.9	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	23.4	22.3	30.7	36.6
净负债比率(%)	-22.1	-19.7	-24.6	-40.8	-58.0
流动比率	2.2	2.2	2.5	1.9	1.7
速动比率	1.9	1.9	2.2	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	30.0	27.8	26.9	28.3	28.8
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	3.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.56	2.71	2.86
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	4.60	8.24	9.38
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	23.20	24.87	26.63
估值比率					
P/E	14.1	14.4	16.6	15.7	14.9
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	4.5	7.1	7.0	5.6	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com