

中国神华 (601088.SH)

25Q3 增量控本下利润环比改善，电力贡献亮眼

买入 (维持评级)

投资要点:

公司披露 2025Q3 业绩:

2025Q1-3 营收 2131.5 亿元，同比-16.6%；归母净利润 390.5 亿元，同比-10.0%。其中，25Q3 营收 750.4 亿元，同比-13.1%，环比+9.5%，归母净利润 144.1 亿元，同比-6.2%、环比+13.5%。

25Q3 产销量同环比增长，成本管控持续

2025Q1-3 煤炭业务实现营收 1591 亿元，同比-21.1%；营业成本 1106 亿元，同比-22.3%；毛利润 485 亿元，同比-18.1%。其中，25Q3 煤炭业务实现营收 552 亿元，同环比-17.7%/+5.5%；营业成本 392 亿元，同环比-14.8%/+11.1%；毛利润 160 亿元，同环比-24.0%/-5.9%。

1) 25Q3 产销同环比增长: 25Q1-3 商品煤产量 2.51 亿吨，同比-0.4%；煤炭销售量 3.17 亿吨，同比-8.4%，其中自产煤销量 2.49 亿吨，同比-1.3%。25Q3 商品煤产量 8550 万吨，同环比+2.3%/+3.1%；煤炭销售量 11160 万吨，同环比-3.5%/+5.7%，其中自产煤销量 8680 万吨，同环比+2.7%/+4.1%。2) 煤价下行: 25Q1-3 自产煤售价 470 元/吨，同比-10.6%。25Q3 自产煤售价 455 元/吨，同环比-12.9%/-3.7%。3) 成本管控持续: 25Q1-3 自产煤销售成本 284 元/吨，同比-5.7%；自产煤单位生产成本为 173.2 元/吨，同比-7.5%。25Q3 自产煤销售成本 278 元/吨，同环比-2.2%/-0.7%。

25Q3 发售电量环比增长显著，成本下跌下盈利能力同环比提升

25Q1-3 电力业务毛利润 125 亿元，同比+11.3%；总发电量 1629 亿千瓦时，同比-5.4%；总售电量 1531 亿千瓦时，同比-5.5%；售电单价 426 元/兆瓦时，同比-3.8%；售电成本 344 元/兆瓦时，同比-7.8%。

25Q3 电力业务毛利润 60 亿元，同环比分别+44.5%/+79.6%；总发电量 641 亿千瓦时，同环比-2.3%/+32.5%；总售电量 602 亿千瓦时，同环比-2.5%/+32.4%；售电单价 409 元/兆瓦时，同环比-4.6%/-5.5%；售电成本 310 元/兆瓦时，同环比-14.4%/-13.8%。

大规模资产收购启动，九江二期项目全部建成投运

2025 年 8 月 16 日，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买国家能源集团和西部能源持有的相关资产。2024 年底标的合计总资产 2584 亿元，营业收入 1260 亿元，扣非归母净利润 80 亿元。

2025 年 10 月 22 日，公司全资子公司“九江二期”4 号机组顺利通 168 小时连续满负荷试运行，移交商业运营。至此，九江二期 2 台 100 万千瓦超超临界二次再热燃煤发电机组全部建成投运。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 511.0/533.7/548.3 亿元 (维持前值)，对应 EPS 为 2.57/2.69/2.76 元/股。公司作为煤炭行业龙头，经营业绩稳健，分红水平维持行业高水平，维持“买入”评级。

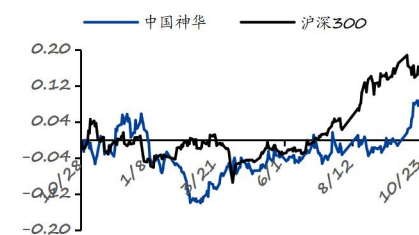
风险提示

煤炭生产不及预期；煤炭消费不及预期；煤炭进口超预期

基本数据

日期	2025-10-24
收盘价:	42.50 元
总股本/流通股本(百万股)	19,868.52/16,491.04
流通 A 股市值(百万元)	700,869.11
每股净资产(元)	20.94
资产负债率(%)	24.36
一年内最高/最低价(元)	44.20/34.78

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理: 杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、25Q2 利润改善显业绩韧性, 2025 中期分红 79% —— 2025.09.03
- 2、自产煤成本下滑&发电增速亮眼, Q3 业绩优异 —— 2024.11.06
- 3、中国神华 (601088.SH) 煤电业务运行稳健, 高分红凸显长期投资价值 —— 2024.05.18

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	343,074	338,375	290,117	294,594	297,980
增长率	0%	-1%	-14%	2%	1%
净利润 (百万元)	59,694	58,671	51,101	53,370	54,833
增长率	-14%	-2%	-13%	4%	3%
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.57	2.69	2.76
市盈率 (P/E)	14.1	14.4	16.5	15.8	15.4
市净率 (P/B)	2.1	2.0	2.0	1.8	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	210,998	239,196	351,214	营业收入	338,375	290,117	294,594	297,980
应收票据及账款	15,502	8,445	6,472	5,746	营业成本	223,192	193,430	195,313	196,599
预付账款	6,232	2,901	2,930	2,949	税金及附加	17,784	15,474	16,015	15,930
存货	12,482	11,814	60,469	24,277	销售费用	491	407	413	418
合同资产	0	0	0	0	管理费用	10,340	8,865	8,730	8,891
其他流动资产	28,494	21,210	21,270	21,316	研发费用	2,727	2,338	2,374	2,401
流动资产合计	205,125	255,368	330,336	405,502	财务费用	129	-3,040	-4,213	-4,361
长期股权投资	59,840	59,840	59,840	59,840	信用减值损失	-128	-128	-128	-128
固定资产	257,149	237,586	219,600	203,067	资产减值损失	-535	-535	-535	-535
在建工程	27,575	27,675	27,675	27,575	公允价值变动收益	2	1	1	1
无形资产	64,776	64,825	65,799	65,545	投资收益	4,871	4,871	4,871	4,871
商誉	0	0	0	0	其他收益	333	333	333	333
其他非流动资产	43,603	44,634	45,508	46,487	营业利润	88,362	77,292	80,610	82,750
非流动资产合计	452,943	434,560	418,422	402,514	营业外收入	813	813	813	813
资产合计	658,068	689,928	748,758	808,016	营业外支出	3,382	3,382	3,382	3,382
短期借款	1,037	0	0	0	利润总额	85,793	74,723	78,041	80,181
应付票据及账款	38,205	58,749	59,779	60,655	所得税	16,928	14,744	15,399	15,821
预收款项	73	16	20	25	净利润	68,865	59,980	62,643	64,360
合同负债	4,045	5,222	5,303	5,364	少数股东损益	10,194	8,879	9,273	9,527
其他应付款	12,002	12,002	12,002	12,002	归属母公司净利润	58,671	51,101	53,370	54,833
其他流动负债	37,258	35,063	35,028	35,197	EPS（按最新股本摊薄）	2.95	2.57	2.69	2.76
流动负债合计	92,620	111,051	112,132	113,243					
长期借款	28,932	28,982	28,912	28,992	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	32,564	32,564	32,564	32,564	成长能力				
非流动负债合计	61,496	61,546	61,476	61,556	营业收入增长率	-1.4%	-14.3%	1.5%	1.1%
负债合计	154,116	172,597	173,608	174,799	EBIT 增长率	-2.0%	-16.6%	3.0%	2.7%
归属母公司所有者权益	426,866	431,366	479,913	528,452	归母公司净利润增长率	-1.7%	-12.9%	4.4%	2.7%
少数股东权益	77,086	85,965	95,238	104,765	获利能力				
所有者权益合计	503,952	517,331	575,150	633,217	毛利率	34.0%	33.3%	33.7%	34.0%
负债和股东权益	658,068	689,928	748,758	808,016	净利率	20.4%	20.7%	21.3%	21.6%
					ROE	11.6%	9.9%	9.3%	8.7%
					ROIC	19.5%	15.9%	14.6%	13.4%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	23.4%	25.0%	23.2%	21.6%
经营活动现金流	93,348	115,464	33,848	117,949	流动比率	2.2	2.3	2.9	3.6
现金收益	93,166	84,916	85,045	85,442	速动比率	2.1	2.2	2.4	3.4
存货影响	364	668	-48,655	36,192	营运能力				
经营性应收影响	4,658	10,922	2,480	1,241	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营性应付影响	1,335	20,487	1,034	882	应收账款周转天数	13	13	9	7
其他影响	-6,175	-1,529	-6,056	-5,807	存货周转天数	20	23	67	78
投资活动现金流	-85,359	-4,031	-4,970	-4,078	每股指标（元）				
资本支出	-34,865	-8,563	-9,603	-8,556	每股收益	2.95	2.57	2.69	2.76
股权投资	-4,269	0	0	0	每股经营现金流	4.70	5.81	1.70	5.94
其他长期资产变化	-46,225	4,532	4,633	4,478	每股净资产	21.48	21.71	24.15	26.60
融资活动现金流	-51,173	-42,851	-680	-1,852	估值比率				
借款增加	-372	-987	-70	80	P/E	14	17	16	15
股利及利息支付	-53,778	-7,420	-9,123	-10,781	P/B	2	2	2	2
股东融资	1,015	0	0	0	EV/EBITDA	35	39	39	38
其他影响	1,962	-34,444	8,513	8,849					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn