

## 25Q3 业绩环比提升, 25Q4 有望持续改善

2025 年 10 月 29 日

➤ **事件:** 2025 年 10 月 29 日, 公司发布 2025 年第三季度报告, 前三季度实现营业收入 1180.83 亿元, 同比下降 12.81%; 归属于上市公司股东的净利润为 127.13 亿元, 同比下降 27.22%。

➤ **25Q3 归母净利润同比下降, 环比增长。** 25Q3 公司实现归母净利润 50.75 亿元, 同比下降 26.50%, 环比增长 79.08%, 扣非后归母净利润为 42.71 亿元, 同比下降 25.19%, 环比增长 59.9%。2025 年前三季度公司确认投资收益 30.62 亿元, 同比增长 30.48%, 其中 25Q3 公司投资收益为 17.94 亿元, 环比增长 41.54%, 同比增长 116.55%, 主要由于出售信托产品增加收益所致。

➤ **25Q1-3 产销增长, 成本控制良好。** 25Q1~3 公司实现煤炭产量 13036.9 万吨, 同比增长 2.03%, 实现煤炭销量 18920.07 万吨, 同比增长 0.4%, 其中自产煤销量为 11937.95 万吨, 同比增长 1.83%。前三季度吨煤售价为 540.18 元, 同比下降 13.04%, 吨煤成本为 376.29 元/吨, 同比下降 5.44%。煤炭业务实现毛利 310.08 亿元, 同比下降 26.28%。

➤ **25Q3 产量环比下滑。** 25Q3 公司完成煤炭产量 4297.26 万吨, 同比增长 3.88%, 环比下降 1.1%, 完成煤炭销量 6321.15 万吨, 同比下降 0.61%, 其中自产煤销量为 3921.47 万吨, 同比下降 0.25%, 环比下降 3.5%。

➤ **25Q3 发售电量同、环比增长。** 2025 年前三季度公司总发电量 315.52 亿千瓦时, 同比下降 2.78%; 总售电量 295.96 亿千瓦时, 同比下降 1.95%。25Q3 公司完成发电量 137.83 亿千瓦时, 同比增长 12.05%, 环比增长 52.62%, 完成售电量 129.77 亿千瓦时, 同比增长 13.53%, 环比增长 53.14%。

➤ **煤价回升, 25Q4 业绩有望持续环比改善。** 25Q3 公司扣非后归母净利润虽然同比下降, 但环比增长明显, 我们认为业绩低点已过。在生产核查带来的供给收缩的背景下, 当前煤炭价格距年内底部已明显回升, 截至 2025 年 10 月 28 日, 秦皇岛港 5500 大卡煤炭四季度平均价格 742.27 元/吨, 较三季度均价增长 10.38%。11 月巡查组进驻的背景下, 预计供给端收缩的预期进一步加强。需求端, 伴随南方气温下降, 电厂日耗即将触底进入上行通道, 11 月中旬北方将全面进入供暖季, 即进入需求旺季, 届时叠加安全生产考核巡查或致供给进一步收缩, 煤价上涨动能将更加充足。预计 25Q4 业绩有望继续环比改善。

➤ **投资建议:** 我们预计 2025-2027 年公司归母净利为 180.45/218.83/249.68 亿元, 对应 EPS 分别为 1.86/2.26/2.58 元, 对应 2025 年 10 月 29 日收盘价的 PE 分别为 12/10/9 倍。公司低负债, 高现金, 历史维持较高分红比例, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 煤价大幅下行; 成本超预期上升; 电力在建项目进展不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	184,145	154,594	167,766	169,077
增长率 (%)	1.5	-16.0	8.5	0.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	22,360	18,045	21,883	24,968
增长率 (%)	-3.2	-19.3	21.3	14.1
每股收益 (元)	2.31	1.86	2.26	2.58
PE	10	12	10	9
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

22.52 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: lujiq@glms.com.cn

## 相关研究

1. 陕西煤业 (601225.SH) 2025 年半年报点评: 25Q2 煤电同增, 所得税影响业绩释放-2025/08/28
2. 陕西煤业 (601225.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 25Q1 业绩稳健, 24 年股息率高达 7%-2025/04/26
3. 陕西煤业 (601225.SH) 2024 年业绩快报点评: 2024 年业绩稳健, 高股息凸显投资价值-2025/03/15
4. 陕西煤业 (601225.SH) 事件点评: 收购集团电力资产, 业绩有望增厚-2024/12/06
5. 陕西煤业 (601225.SH) 2024 年三季度报点评: 24Q3 业绩同比增长, 煤电一体协同发展-2024/10/30

## 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	184,145	154,594	167,766	169,077
营业成本	123,951	105,830	109,859	104,958
营业税金及附加	10,270	8,657	9,395	9,468
销售费用	917	696	839	913
管理费用	6,950	6,184	6,711	6,763
研发费用	645	618	671	759
EBIT	41,394	32,554	40,234	46,215
财务费用	348	465	325	254
资产减值损失	-172	-176	-183	-175
投资收益	3,550	3,710	3,355	3,382
营业利润	44,172	35,630	43,088	49,174
营业外收支	-336	-275	-275	-195
利润总额	43,836	35,355	42,813	48,979
所得税	7,278	5,869	7,086	8,155
净利润	36,557	29,486	35,727	40,825
归属于母公司净利润	22,360	18,045	21,883	24,968
EBITDA	55,029	46,199	53,899	59,914

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	29,701	34,861	61,458	88,619
应收账款及票据	4,730	3,839	4,166	4,199
预付款项	4,961	4,233	4,394	4,198
存货	4,144	3,351	3,479	3,324
其他流动资产	8,642	5,695	4,804	4,812
流动资产合计	52,178	51,980	78,301	105,151
长期股权投资	27,272	27,272	27,272	27,272
固定资产	96,939	97,139	97,339	98,070
无形资产	27,546	27,621	27,696	27,772
非流动资产合计	176,374	177,702	177,794	177,785
资产合计	228,553	229,681	256,095	282,937
短期借款	1,932	1,932	1,932	1,932
应付账款及票据	22,489	19,167	19,897	19,009
其他流动负债	33,404	18,781	19,665	19,699
流动负债合计	57,825	39,879	41,493	40,640
长期借款	13,875	13,775	13,675	13,675
其他长期负债	28,207	28,464	28,464	28,464
非流动负债合计	42,081	42,239	42,139	42,139
负债合计	99,906	82,118	83,632	82,778
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
少数股东权益	38,061	49,501	63,345	79,202
股东权益合计	128,647	147,563	172,463	200,158
负债和股东权益合计	228,553	229,681	256,095	282,937

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.47	-16.05	8.52	0.78
EBIT 增长率	-11.23	-21.36	23.59	14.87
净利润增长率	-3.21	-19.30	21.27	14.10
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	32.69	31.54	34.52	37.92
净利润率	12.14	11.67	13.04	14.77
总资产收益率 ROA	9.78	7.86	8.54	8.82
净资产收益率 ROE	24.68	18.40	20.05	20.64
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.90	1.30	1.89	2.59
速动比率	0.70	1.05	1.63	2.34
现金比率	0.51	0.87	1.48	2.18
资产负债率 (%)	43.71	35.75	32.66	29.26
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	9.21	9.74	8.30	8.61
存货周转天数	10.38	12.75	11.19	11.67
总资产周转率	0.79	0.67	0.69	0.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.31	1.86	2.26	2.58
每股净资产	9.34	10.11	11.26	12.48
每股经营现金流	4.37	2.69	5.00	5.36
每股股利	1.35	1.12	1.35	1.55
<b>估值分析</b>				
PE	10	12	10	9
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	3.74	4.45	3.82	3.43
股息收益率 (%)	5.99	4.96	6.01	6.86

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	36,557	29,486	35,727	40,825
折旧和摊销	13,635	13,645	13,665	13,699
营运资金变动	-5,842	-15,817	638	-887
经营活动现金流	42,350	26,084	48,490	51,979
资本开支	-13,816	-13,841	-13,857	-13,711
投资	4,862	3,000	1,000	0
投资活动现金流	-5,854	-8,968	-9,502	-10,329
股权募资	25	0	0	0
债务募资	-1,948	-293	-200	0
筹资活动现金流	-35,461	-11,956	-12,392	-14,489
现金净流量	1,035	5,160	26,597	27,161

## 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。	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
	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