

兖矿能源 (600188.SH)

西北矿业成功并表，关注 Q4 业绩弹性释放

公司发布 2025 年三季报业绩公告。2025 前三季度营业收入 1049.57 亿元，同比减少 11.64%；归母净利润 71.20 亿元，同比减少 39.15%。2025Q3 营业收入 382.59 亿元，同比减少 0.26%；归母净利润 22.88 亿元，同比减少 36.60%。（西北矿业三季度并表）

煤炭业务：西北矿业实现并表，Q3 量价齐增盈利改善。

- 2025Q3 西北矿业商品煤产量为 881 万吨，同比增加 167.3 万吨。
- **产销方面：**扣除西北矿业后，2025Q3 商品煤产量为 3722 万吨（同比+49.0 万吨，环比+42.7 万吨）；商品煤销量为 3569 万吨（同比+323.1 万吨，环比+384.3 万吨），其中兖煤澳洲（环比+245.5 万吨）、公司本部（环比+106.5 万吨）、内蒙古矿业（环比+71.8 万吨）环比涨幅较大。
- **利价方面：**扣除西北矿业后，2025Q3 自产煤价格为 522 元/吨（同比-20.1%，环比+1.5%），其中兖煤澳洲（环比-4.7%）、公司本部（环比-6.7%）出现环比下降，其余均为环比上涨；自产煤吨煤成本为 340 元/吨（同比+9.6%，环比+0.2%）；自产煤吨煤毛利为 182 元/吨（同比-42.6%，环比+12.0%）。

化工：Q3 甲醇、醋酸增量显著，盈利环比提高。

- **产销方面：**25Q3 化工产品产量 249.5 万吨，同比+32.0 万吨，环比+28.6 万吨；销量 214.4 万吨，同比+19.2 万吨，环比+11.5 万吨，其中甲醇（环比+16.2 万吨）、醋酸（环比+3.8 万吨）、乙二醇（环比+2.5 万吨）涨幅较大。
- **利价方面：**25Q3 公司化工产品综售价 2604 元/吨，同比-18.0%，环比+1.1%；综合成本 1998 元/吨，同比-17.0%，环比+0.1%；综合毛利 606 元/吨，同比-21.1%，环比+4.6%。

投资建议：考虑到公司三季报业绩符合预期，我们维持原盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 99/119/137 亿元，对应 PE 为 14.9X、12.5X、10.8X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；煤炭价格不及预期；煤炭产量超预期。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
10 月 31 日收盘价（元）	14.72
总市值（百万元）	147,751.71
总股本（百万股）	10,037.48
其中自由流通股（%）	99.62
30 日日均成交量（百万股）	62.69

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

- 《兖矿能源（600188.SH）：成长、弹性兼备，回购+分红价值可期》 2025-08-31
- 《兖矿能源（600188.SH）：化工业务毛利回升，煤炭业务向“3亿吨”产能目标继续迈进》 2025-04-26
- 《兖矿能源（600188.SH）：向“3亿吨”产能目标继续迈进》 2025-04-09

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,068	139,124	127,382	136,603	144,699
增长率 yoy（%）	-33.3	-7.3	-8.4	7.2	5.9
归母净利润（百万元）	20,144	14,425	9,891	11,857	13,709
增长率 yoy（%）	-39.6	-28.4	-31.4	19.9	15.6
EPS 最新摊薄（元/股）	2.01	1.44	0.99	1.18	1.37
净资产收益率（%）	27.7	17.5	10.6	11.5	11.9
P/E（倍）	7.3	10.2	14.9	12.5	10.8
P/B（倍）	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 31 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	96304	97355	108416	111139	125369
现金	37691	38345	51517	47287	56314
应收票据及应收账款	7846	10209	6861	7800	7941
其他应收款	4201	3484	3374	3621	3836
预付账款	5083	4747	4240	4908	5107
存货	7742	7625	7347	7922	8244
其他流动资产	33740	32945	35077	39601	43928
非流动资产	258160	261200	283573	305862	314325
长期投资	23993	25643	26565	27487	28652
固定资产	112477	112709	130242	148896	156108
无形资产	67156	64019	64746	66133	64932
其他非流动资产	54535	58828	62020	63346	64632
资产总计	354464	358554	391988	417002	439694
流动负债	123142	117202	119225	128554	133361
短期借款	4084	7693	8297	10403	11757
应付票据及应付账款	31455	32322	29279	32456	33774
其他流动负债	87603	77187	81649	85696	87830
非流动负债	112840	108342	124715	126495	128275
长期借款	61355	55700	57700	59700	61700
其他非流动负债	51485	52642	67015	66795	66575
负债合计	235982	225544	243940	255049	261635
少数股东权益	45655	50416	54338	58504	63320
股本	7439	10040	10038	10036	10034
资本公积	-33	4131	4131	4131	4131
留存收益	51953	50096	58202	67949	79248
归属母公司股东权益	72828	82594	93711	103449	114738
负债和股东权益	354464	358554	391988	417002	439694

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16159	22342	33339	34353	36623
净利润	27156	20932	13813	16023	18526
折旧摊销	15115	15298	14407	17778	20143
财务费用	4372	3319	2690	2791	2903
投资损失	-2259	-2626	-1656	-2049	-2605
营运资金变动	-28269	-15663	3849	31	-2106
其他经营现金流	44	1081	237	-220	-238
投资活动现金流	-12203	-9726	-31956	-37581	-25429
资本支出	-17987	-17043	-34204	-38708	-26884
长期投资	3241	5408	-223	-529	-856
其他投资现金流	2543	1909	2471	1655	2311
筹资活动现金流	-32515	-12386	11766	-1058	-2260
短期借款	-2402	3609	603	2106	1355
长期借款	18526	-5655	2000	2000	2000
普通股增加	2491	2600	-2	-2	-2
资本公积增加	-6612	4164	0	0	0
其他筹资现金流	-44518	-17103	9165	-5162	-5613
现金净增加额	-28056	143	13172	-4230	9027

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150068	139124	127382	136603	144699
营业成本	89079	89312	89228	93340	97129
营业税金及附加	6432	5944	5477	6011	6367
营业费用	5002	4713	4202	4937	5227
管理费用	8493	8575	8025	8743	9261
研发费用	2912	2735	2515	3302	3558
财务费用	3903	2792	1923	1760	1957
资产减值损失	-40	-11	-19	167	252
其他收益	261	315	255	164	174
公允价值变动收益	90	-57	0	0	0
投资净收益	2259	2626	1656	2049	2605
资产处置收益	1	106	102	109	116
营业利润	36968	26857	17664	20770	23999
营业外收入	368	953	574	632	719
营业外支出	323	518	529	457	501
利润总额	37013	27292	17709	20945	24217
所得税	9857	6359	3896	4922	5691
净利润	27156	20932	13813	16023	18526
少数股东损益	6568	5875	3453	4166	4817
归属母公司净利润	20144	14425	9891	11857	13709
EBITDA	53613	42866	34039	40483	46317
EPS (元/股)	2.01	1.44	0.99	1.18	1.37

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-33.3	-7.3	-8.4	7.2	5.9
营业利润(%)	-40.8	-27.3	-34.2	17.6	15.5
归属母公司净利润(%)	-39.6	-28.4	-31.4	19.9	15.6
获利能力					
毛利率(%)	40.6	35.8	30.0	31.7	32.9
净利率(%)	13.4	10.4	7.8	8.7	9.5
ROE(%)	27.7	17.5	10.6	11.5	11.9
ROIC(%)	13.0	8.6	5.9	6.3	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	62.9	62.2	61.2	59.5
净负债比率(%)	51.5	55.0	40.2	41.8	34.7
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	20.0	17.1	16.6	20.9	20.7
应付账款周转率	4.1	4.5	4.6	4.8	4.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.01	1.44	0.99	1.18	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.23	3.32	3.42	3.65
每股净资产(最新摊薄)	7.26	8.23	9.34	10.31	11.43
估值比率					
P/E	7.3	10.2	14.9	12.5	10.8
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.9	5.0	6.1	5.3	4.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 31 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