

兖矿能源 (600188.SH)

煤化一体增强业绩韧性，降本增效业绩修复可期

兖矿能源发布 2025 年三季度报告,2025 年前三季度公司实现营业收入 1049.57 亿元,同比下降 11.64%;归母净利润 71.20 亿元,同比下降 39.15%;扣非归母净利润 65.19 亿元,同比下降 41.01%;经营性现金流净额 196.00 亿元,同比下降 12.17%。单季度看,25Q3 公司实现营业收入 382.59 亿元,同比下降 0.26%;实现归母净利润 22.88 亿元,同比下降 36.60%。

□ **煤炭业务：产销量大幅增长，成本管控加强，毛利率环比改善。**产销量方面，2025 年前三季度公司商品煤产量 13589 万吨，同比+6.94%；商品煤销量 12644 万吨，同比+2.94%，其中国内自产煤产/销量 10351/9102 万吨，同比+7.93%/+6.21%，贸易煤销量 408 万吨，同比-35.93%；国外商品煤产/销量 3238/3133 万吨，同比+3.88%/+0.68%。价格方面，2025 年前三季度公司自产煤吨煤售价 503.3 元/吨，同比 21.52%，其中国内自产煤售价 449.9 元/吨，同比-22.02%，海外自产煤售价 658.6 元/吨，同比-19.57%；贸易煤吨煤售价 619.1 元/吨，同比-37.76%。成本方面，2025 年前三季度公司自产煤吨煤成本 341.8 元/吨，同比-5.76%，环比上半年降低 20 元/吨，其中国内自产煤成本 281.3 元/吨，同比-5.3%，环比上半年降低 7 元/吨，海外煤自产煤成本 517.4 元/吨，同比-4.79%，环比上半年降低 10 元/吨，煤炭综合毛利率 31.36%，环比上半年提高 0.38pct。四季度随着煤炭行业供给收紧、北方冬季供暖逐步开启，煤炭补库需求增加，煤炭价格中枢预计上移，叠加公司全年成本管控力度加强，公司煤炭业绩有望进一步修复。

□ **煤化工业务：降本对冲价跌，销量毛利稳步增长。**产销方面，2025 年前三季度公司化工品产量 734.6 万吨，同比+11.6%；销量 644.0 万吨，同比+8.7%。其中，甲醇产/销量 337.4/321.4 万吨，同比+3.1%/+2.2%；醋酸产/销量 80.6/57.4 万吨，同比+4.4%/+5.5%。利价方面，2025 年前三季度公司化工产品单吨综合售价 2877 元/吨，同比-10.93%，降幅较上半年收窄；单吨综合成本 2119 元/吨，同比-17.53%；综合毛利 785 元/吨，同比+14.72%；毛利率 26.35%，同比增加 5.89pct。

□ **优质资产注入，在建项目有序推进，成长潜力广阔。**2025 年公司完成西北矿业 51%股权收购，此次三季度完成并表，境内资源量同比 2024 年预计增加 13.6%。公司在建的五彩湾四号露天矿一期 1000 万吨项目本年度有望投产，二期提升至 2300 万吨/年产能规模已获批。同时，2025 年开工建设霍林河一号煤矿，3 年内陆续开工建设刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿，三矿建成后将新增煤炭产能 2,500 万吨/年以上。此外，新收购的西北矿业下属有聚能能源油房壕矿井、平煤长安杨家坪矿井 2 个在建矿井，核定产能合计 1000 万吨/年，还有天竣能源马福川矿井、毛家川矿井 2 项探矿权，核定产能分别为 800 万吨/年、700 万吨/年，目前正在办理探矿权转采矿权手续，未来的合计产能贡献达 2500 万吨/年，煤炭产量增量空间大。化工方面，公司预计 2026 年建成投产荣信化工 80 万吨烯烃及鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目，集团聚甲醛产能跃升国内第一；有序推进新疆能化 80 万吨烯烃、未来能源 50 万吨高温费托项目建设，实现产业链向高端化、多元化延伸。当前公司拥有业内稀缺的成长空间，为长期盈利增长奠定坚实基础。

强烈推荐（维持）

周期/煤炭开采

目标估值：NA

当前股价：14.72 元

基础数据

总股本（百万股）	10037
已上市流通股（百万股）	5924
总市值（十亿元）	147.8
流通市值（十亿元）	87.2
每股净资产（MRQ）	7.7
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	66.9%
主要股东	山东能源集团有限公司
主要股东持股比例	52.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	27	2
相对表现	10	4	-17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《兖矿能源（600188）—内外增长动能兼具，降本增效业绩修复可期》2025-09-02
- 2、《兖矿能源（600188）—海内外双驱增强业绩弹性，煤化一体夯实增长动能》2025-08-21

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

原思雨 研究助理

✉ yuansiyu@cmschina.com.cn

- 维持“强烈推荐”投资评级。兖矿能源凭借稳健的盈利能力、优质资产和持续高回报政策，成为具备长期投资价值的优质煤炭龙头企业。暂不考虑西北矿业并表情况下，我们预测 2025-2027 年总营业收入将分别达到 1171/1247/1316 亿元，同比 -15.8%/+6.5%/+5.5%；归母净利润分别为 103/120/137 亿元，同比 -28.3%/+16.2%/+14.1%，EPS 为 1.03/1.20/1.37 元，PE 为 14.3/12.3/10.8 倍。
- 风险提示：煤炭生产不及预期，煤炭进口超预期，煤炭价格下跌超预期，煤炭需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150025	139124	117090	124700	131584
同比增长	-25%	-7%	-16%	6%	6%
营业利润(百万元)	36963	26857	18177	21295	24416
同比增长	-32%	-27%	-32%	17%	15%
归母净利润(百万元)	20140	14425	10341	12019	13713
同比增长	-35%	-28%	-28%	16%	14%
每股收益(元)	2.01	1.44	1.03	1.20	1.37
PE	7.3	10.2	14.3	12.3	10.8
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96169	97355	67563	79540	92131
现金	37597	38345	17623	26634	36571
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	869	947	797	849	896
应收款项	6946	9261	7560	8051	8495
其它应收款	4201	3484	2932	3123	3295
存货	7742	7625	6691	6954	7174
其他	33740	32945	27728	29529	31160
非流动资产	258109	261200	261605	262008	262406
长期股权投资	23993	25643	25643	25643	25643
固定资产	112476	112709	112906	113081	113237
无形资产商誉	67474	64317	64683	65036	65378
其他	54166	58531	58374	58248	58148
资产总计	354278	358554	329168	341549	354537
流动负债	123109	117202	81171	82530	83666
短期借款	4084	7693	7693	7693	7693
应付账款	31430	32322	28819	29954	30903
预收账款	5091	4788	4269	4437	4578
其他	82503	72399	40390	40445	40492
长期负债	112835	108342	108342	108342	108342
长期借款	61355	55700	55700	55700	55700
其他	51480	52642	52642	52642	52642
负债合计	235944	225544	189513	190872	192008
股本	7439	10040	10040	10040	10040
资本公积金	16138	27286	27286	27286	27286
留存收益	49117	45269	47879	54210	60712
少数股东权益	45640	50416	54451	59141	64492
归属于母公司所有者权益	72694	82594	85204	91536	98038
负债及权益合计	354278	358554	329168	341549	354537

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16168	22342	34045	30049	32555
净利润	27151	20932	14376	16709	19064
折旧摊销	14839	15049	14491	14493	14499
财务费用	4372	3319	2350	2503	2641
投资收益	(2259)	(2626)	(2049)	(2049)	(2132)
营运资金变动	(28146)	(15835)	4945	(1627)	(1535)
其它	210	1501	(67)	21	18
投资活动现金流	(12203)	(9726)	(12848)	(12848)	(12766)
资本支出	(18191)	(17077)	(14898)	(14898)	(14898)
其他投资	5988	7351	2049	2049	2132
筹资活动现金流	(32513)	(12386)	(41918)	(8190)	(9852)
借款变动	(15215)	(11416)	(31838)	0	0
普通股增加	2491	2600	0	0	0
资本公积增加	1899	11148	0	0	0
股利分配	(21279)	(13394)	(7731)	(5687)	(7211)
其他	(408)	(1324)	(2350)	(2503)	(2641)
现金净增加额	(28549)	230	(20721)	9011	9937

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150025	139124	117090	124700	131584
营业成本	89061	89312	79632	82768	85390
营业税金及附加	6432	5944	5003	5328	5622
营业费用	5002	4713	3966	4224	4457
管理费用	8482	8575	7217	7686	8110
研发费用	2907	2735	2301	2451	2586
财务费用	3904	2792	2350	2503	2641
资产减值损失	87	(494)	(494)	(494)	(494)
公允价值变动收益	90	(57)	(57)	(57)	(57)
其他收益	260	315	315	315	315
投资收益	2287	2039	1791	1791	1874
营业利润	36963	26857	18177	21295	24416
营业外收入	368	953	953	953	953
营业外支出	323	518	518	518	518
利润总额	37009	27292	18611	21730	24850
所得税	9857	6359	4236	5021	5786
少数股东损益	6567	5875	4035	4690	5351
归属于母公司净利润	20140	14425	10341	12019	13713

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-25%	-7%	-16%	6%	6%
营业利润	-32%	-27%	-32%	17%	15%
归母净利润	-35%	-28%	-28%	16%	14%
获利能力					
毛利率	40.6%	35.8%	32.0%	33.6%	35.1%
净利率	13.4%	10.4%	8.8%	9.6%	10.4%
ROE	24.1%	18.6%	12.3%	13.6%	14.5%
ROIC	15.1%	10.3%	7.1%	8.5%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	66.6%	62.9%	57.6%	55.9%	54.2%
净负债比率	24.3%	26.6%	19.3%	18.6%	17.9%
流动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	10.7	11.6	11.1	12.1	12.1
应收账款周转率	20.7	15.4	12.6	14.5	14.4
应付账款周转率	2.9	2.8	2.6	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	2.01	1.44	1.03	1.20	1.37
每股经营净现	1.61	2.23	3.39	2.99	3.24
每股净资产	7.24	8.23	8.49	9.12	9.77
每股股利	1.10	0.77	0.57	0.72	0.82
估值比率					
PE	7.3	10.2	14.3	12.3	10.8
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.5	8.1	9.7	8.9	8.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。