

煤炭

2026年04月21日

兖矿能源 (600188)

——2025 年年报点评：煤炭业务承压但煤化工利润增长，看好化工、国际煤价高景气带来公司业绩改善

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年04月20日

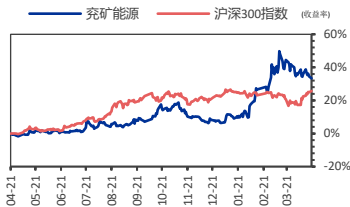
收盘价(元)	18.76
一年内最高/最低(元)	22.84/12.00
市净率	2.6
股息率%(分红/股价)	3.84
流通A股市值(百万元)	111,835
上证指数/深证成指	4,082.13/14,966.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产(元)	7.14
资产负债率%	62.23
总股本/流通A股(百万)	10,037/5,961
流通B股/H股(百万)	-/4,076

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：**公司3月27日发布2025年度报告，2025年实现营收1449.33亿元，同比调整后24年同期的1566.72亿元下降7.49%；归母净利润83.81亿元，同比调整后24年同期的148.63亿元下降43.61%，基本每股收益0.84元。其中Q4单季度实现营收393.88亿元，同比调整后24Q4的378.84亿元增长3.97%；归母净利润12.52亿，同比调整后24Q4的31.62亿下降60.40%。公司2025年拟派发现金股利0.5元/股，本年度现金分红约50.2亿元，分红率59.88%。业绩基本符合市场预期。
- 公司煤炭产销量同比增长，煤价同比下跌。**2025年，商品煤产量18239.8万吨，同比+6.28%；销量17122.6万吨，同比+3.74%。自产煤方面：销量16537万吨，同比增长4.3%；吨煤售价512.52元/吨，同比下跌19.28%；吨煤销售成本343.64元/吨，同比下降4.96%；吨煤毛利168.88元/吨，同比下降38.23%；自产煤业务毛利率37.35%，同比-9.81pct。25Q4单季，商品煤产量4651万吨，同比增长4.40%；商品煤销量4420万吨，同比增长5.59%。
- 由于原材料成本下降、甲醇盈利大幅提升，整体煤化工业务毛利大幅提升。**2025年煤化工产品中毛利额较大的为甲醇(24.27亿元)、全馏分液体石蜡(15.85亿元)、石脑油(10.53亿元)等，煤化工合计毛利额63.88亿元，同比增17.08%。其中甲醇2025年累计产量454万吨，同比增2.8%；销量432.7万吨，同比增1.8%；售价1780元/吨，同比-2.3%；成本1219.1元/吨，同比-18.9%；吨毛利560.90元/吨，同比增76.3%。
- 管理、研发与销售均下降，致期间费用下降。**2025年期间费用202.61亿元，同比降8.13%，其中销售费用28.86亿元，同比降41.33%，主要系矿业权出让收益征收相关规定变化，集团冲回部分已计提采矿权出让收益，影响销售费用同比减少17.06亿元；财务费用41.48亿元，同比增长32.24%，主要系汇率变动导致汇兑损失同比增加9.67亿元；管理费用98.29亿元，同比降6.38%；研发费用33.98亿元，同比减少2.89%。
- 公司力争“十五五”末新增商品煤产能约7000万吨，原煤产量突破3亿吨。**油房壕、霍林河一号、刘三圪旦、杨家坪、马福川、毛家川、嘎鲁图等规划矿井，预计27年至31年左右陆续竣工；推进石拉乌素煤矿、营盘壕煤矿增产扩能。年产100万吨甲醇项目开工建设，年产40万吨辛醇项目取得环评批复。荣信化工80万吨/年烯烃项目预计12月投料试车。新疆能化80万吨/年煤制烯烃项目开工建设。未来能源50万吨高温费托项目有序推进。
- 投资分析意见：**由于化工品大幅涨价，且进口趋紧下预计煤价将上涨，我们上调公司26-27年盈利预测，由119.55、127.1亿上调至177.96、185.75亿元，新增28年盈利预测196.9亿元。当前市值对应26-28年PE分别为11X、10X和10X。可比公司中煤能源、潞安环能、山西焦煤、晋控煤业26年平均PE为13倍，公司有24%的折价，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下滑使下游需求下滑，公司产品价格超预期下跌、销量超预期减少。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	156,672	144,933	181,219	185,692	191,098
同比增长率(%)	-7.3	-7.5	25.0	2.5	2.9
归母净利润(百万元)	14,863	8,381	17,796	18,575	19,690
同比增长率(%)	-28.8	-43.6	112.3	4.4	6.0
每股收益(元/股)	1.46	0.84	1.77	1.85	1.96
毛利率(%)	35.8	29.3	36.6	35.8	36.6
ROE(%)	18.2	9.0	15.5	14.9	14.5
市盈率	12	21	11	10	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；24年归母净利润增长率为基于25年报调整后年业绩计算所得

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	156,672	144,933	181,219	185,692	191,098
其中：营业收入	156,672	144,933	181,219	185,692	191,098
减：营业成本	100,361	102,409	114,813	119,245	121,220
减：税金及附加	7,483	7,095	8,872	9,091	9,356
主营业务利润	48,828	35,429	57,534	57,356	60,522
减：销售费用	4,919	2,886	3,624	3,714	3,822
减：管理费用	10,499	9,829	12,142	11,327	11,848
减：研发费用	3,499	3,398	3,624	2,971	3,058
减：财务费用	3,137	4,148	3,937	3,679	3,736
经营性利润	26,774	15,168	34,207	35,665	38,058
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-584	3	-9	0	9
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-131	-73	-176	-108	-119
加：投资收益及其他	2,895	2,587	2,891	2,966	3,006
营业利润	28,430	18,435	36,913	38,522	40,955
加：营业外净收入	397	-10	144	177	104
利润总额	28,827	18,425	37,057	38,699	41,059
减：所得税	6,761	4,199	8,953	9,367	9,965
净利润	22,066	14,226	28,103	29,333	31,093
少数股东损益	6,571	5,217	10,307	10,758	11,403
归属于母公司所有者的净利润	14,863	8,381	17,796	18,575	19,690

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。