



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月26日

基础数据

04月24日收盘价（元）	26.30
总市值（亿元）	2,549.78
总股本（亿股）	96.95

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】陕西煤业 2025 年三季报点评：业绩环比提升，上行拐点已现-2025.10.31

【兴证煤炭】陕西煤业 2025 年中报点评：业绩承压瑕不掩瑜，精控本现金流现曙光-2025.09.02

【兴证煤炭】陕西煤业 2024 年年报及 2025 年一季报点评：一体化夯实韧性，高分红如约兑现-2025.05.02

分析师：张樾樾

S0190526040002
zhangxixi@xyzq.com.cn

分析师：李冉冉

S0190525010002
liranran@xyzq.com.cn

陕西煤业(601225.SH)

煤价承压韧性仍存，电力业务量利提升

投资要点：

事件：公司发布 2025 年度报告和 2026 年一季报。1) 2025 年全年：实现营业收入 1,581.79 亿元，同比-14.10%；归母净利润 167.65 亿元，同比-25.02%；年报加中报合计分红 91.89 亿，分红率 54.81%，折合每股 0.948 元。按 4 月 24 日收盘价算，股息率 3.6%。2) 2026 年一季度：实现营业收入 389.53 亿元，同比-3.01%；归母净利润 42.10 亿元，同比-12.38%。对此，我们点评如下：

煤炭业务：自产煤量稳价跌，吨毛利率仍处高位。1) 销量稳：自产煤销量 15,984.77 万吨，同比微降 0.2%，产量层面则同比+2.58%至 17,488.90 万吨，其中陕北矿区同比+1.75%、彬黄矿区同比+5.85%，渭北矿区因资源接续影响同比-5.90%。2) 价跌成本稳，原选煤毛利率降至 47%：自产煤吨售价同比下跌 88.24 元/-16.59%至 443.78 元/吨。原选煤完全成本仅微降 0.46%至 288.58 元/吨。分品种看：原选煤、洗煤毛利率分别降 10.25pct、9.34pct 至 47%、46%。

电力业务：发电量大幅增长，成本下行毛利率改善。1) 2025 年，公司电力业务毛利率 15.82%，同比+1.67pct。全年，公司总发电量 418.45 亿度，同比+11.25%，售电量 393.92 亿度，同比+11.87%；度电售价 0.3956 元，同比微降 0.91%，度电完全成本 0.3356 元，同比-1.70%，其中燃煤成本受益于动力煤价格下行下降至 0.2231 元/度（同比-4.14%）；度电利润 0.06 元，同比+3.8%。2) 在建产能储备充足，“煤电一体化”协同效应持续释放。截至 2025 年末，公司控股燃煤发电装机总容量 20,180MW，其中在运 10,860MW，在建容量 9,320MW。

2026Q1：业绩变动预计主要为煤价同比下滑影响。1) 煤炭：产量 4534 万吨，同比+3.19%、自产煤销量 4192 万吨，同比+6.0%。2) 电力：发电量 104.78 亿度，同比+19.9%，售电量 99.0 亿度，同比+21.6%，电量增长主要受益于新增装机投产及用电需求增长。

盈利预测与投资建议：尽管 2025 年受煤价拖累利润下滑，但公司成本护城河深厚，且电力业务的量增补位作用正在增强。中东地缘冲突风险+厄尔尼诺气候影响+海外发运下滑三重因素影响下，预计煤价中枢将逐步抬升。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 186.62/201.39/219.30 亿元，同比+11.3%/+7.9%/+8.9%，对应 EPS 分别为 1.92/2.08/2.26 元，对应 4 月 24 收盘价 PE 分别为 13.7/12.7/11.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济需求大幅波动、煤炭价格超预期下跌、在建电厂投产进度不及预期、安全环保政策加码

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	158179	168111	179297	189052
同比增长	-14.1%	6.3%	6.7%	5.4%
归母净利润（百万元）	16765	18662	20139	21930
同比增长	-25.0%	11.3%	7.9%	8.9%
毛利率	29.1%	27.7%	28.6%	28.9%
ROE	17.3%	17.6%	17.4%	17.5%
每股收益（元）	1.73	1.92	2.08	2.26
市盈率	15.2	13.7	12.7	11.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	50343	65031	89063	116729
货币资金	31798	37814	60400	87095
交易性金融资产	2053	2053	2053	2053
应收票据及应收账款	6588	7163	7460	7796
预付款项	2771	2000	2110	2213
存货	3688	6478	6568	6711
其他	3446	9522	10471	10861
非流动资产	185927	191608	195320	193191
长期股权投资	27520	27520	27520	27520
固定资产	104726	110160	113852	115418
在建工程	13739	14800	15756	13016
无形资产	26960	26094	25224	24348
商誉	41	41	41	41
其他	12942	12993	12928	12847
资产总计	236269	256639	284383	309920
流动负债	51086	50953	55119	57426
短期借款	1639	1639	1639	1639
应付票据及应付账款	23688	22968	24168	25367
其他	25759	26347	29312	30421
非流动负债	47775	50887	55887	58887
长期借款	19822	22822	27822	30822
其他	27953	28065	28065	28065
负债合计	98862	101840	111006	116314
股本	9695	9695	9695	9695
未分配利润	74410	80044	86123	92743
少数股东权益	40479	48477	57954	68274
股东权益合计	137407	154799	173377	193606
负债及权益合计	236269	256639	284383	309920

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	16765	18662	20139	21930
折旧和摊销	13505	10709	12120	13451
营运资金的变动	-1177	-8397	2269	1036
经营活动产生现金流量	35269	26269	40993	43487
资本支出	-16945	-16396	-15895	-11389
长期投资	5181	0	0	0
投资活动产生现金流量	-9523	-12654	-11691	-6994
债权融资	4479	2112	5000	3000
股权融资	479	0	0	0
融资活动产生现金流量	-24604	-7598	-6717	-9798
现金净变动	1142	6017	22585	26695

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	158179	168111	179297	189052
营业成本	112214	121578	128063	134368
税金及附加	9448	9414	10264	10744
销售费用	882	904	976	1025
管理费用	6630	6812	7349	7719
研发费用	502	552	582	616
财务费用	170	6	-2	-309
投资收益	3897	3842	4204	4395
公允价值变动收益	528	0	0	0
信用减值损失	-201	-150	-150	-100
资产减值损失	-299	-300	-300	-200
营业利润	32563	32517	36135	39310
营业外收支	-226	-263	-250	-254
利润总额	32337	32254	35884	39056
所得税	5728	5594	6268	6806
净利润	26609	26660	29616	32250
少数股东损益	9844	7998	9477	10320
归属母公司净利润	16765	18662	20139	21930
EPS(元)	1.73	1.92	2.08	2.26

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-14.1%	6.3%	6.7%	5.4%
营业利润增长率	-26.3%	-0.1%	11.1%	8.8%
归母净利润增长率	-25.0%	11.3%	7.9%	8.9%
盈利能力				
毛利率	29.1%	27.7%	28.6%	28.9%
归母净利率	10.6%	11.1%	11.2%	11.6%
ROE	17.3%	17.6%	17.4%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	41.8%	39.7%	39.0%	37.5%
流动比率	0.99	1.28	1.62	2.03
速动比率	0.80	1.01	1.36	1.78
营运能力				
资产周转率	68.1%	68.2%	66.3%	63.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.73	1.92	2.08	2.26
每股经营现金	3.64	2.71	4.23	4.49
估值比率(倍)				
PE	15.2	13.7	12.7	11.6
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn