

兖矿能源 (600188.SH) 国际化动力煤巨头精进不止，低长协+海外业务共塑高业绩弹性

投资评级：买入（维持）

——公司深度报告

日期	2026/7/24
当前股价(元)	19.73
一年最高最低(元)	27.80/12.50
总市值(亿元)	1,980.27
流通市值(亿元)	1,176.17
总股本(亿股)	100.37
流通股本(亿股)	59.61
近 3 个月换手率(%)	69.52

王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号: S0790525070003

● **国际化动力煤巨头精进不止，低长协+海外业务业绩高弹性，维持“买入”评级**

公司为国际化煤炭能源巨头，当前已形成煤炭、煤化工、电力新能源等多元主导产业。2026 年煤炭周期上行，公司利润有望充分释放。鉴于煤价上行超预期，我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 194.52/219.69/259.84（原 2026-2028 年预测分别为 164.35/179.42/195.00）亿元，EPS 分别为 1.94/2.19/2.59 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2/9.0/7.6 倍。低长协+海外业务共塑公司高业绩弹性，煤化工及电力进一步增厚利润，维持“买入”评级。

● **煤炭业务：资源丰富增量清晰，低长协+海外业务共塑高业绩弹性**

公司煤炭资源丰富增量路径清晰，截至 2025 年末公司原煤可采储量合计 95.16 亿吨，2025 年公司已有煤炭产能超 2.4 亿吨/年，商品煤产量 1.82 亿吨（86%为动力煤），在建矿井持续补充，2030 年 3 亿吨煤炭年产能增量路径清晰。价格方面，公司长协比例低于可比公司（2026 年预计为 26%），周期上行阶段业绩弹性可期；公司海外商品煤销量占比 16%，美伊地缘反复背景下，国际煤价上行空间可观。2026Q2 以来煤价中枢上移，公司煤炭业务量利齐升，业绩值得期待。

●煤化工业务：高端化延伸品类丰富，产能利润进入释放期

公司煤化工业务布局甲醇、煤制油、醋酸等二十余种化工品且为甲醇等多个细分品种龙头，2025 年煤化工产量 977.5 万吨。荣信化工年产 80 万吨烯烃等多个项目有序推进，优质产能储备充足，2026 年进入利润核心释放阶段。

● **其他业务：电力资产注入实现跨越式发展，钼矿建设加快贡献远期增量利润**

电力业务方面，公司公告拟收购山能集团旗下优质火电、风电电力资产，对应12012兆瓦增量，实现风光火储售一体化跨越式发展。**钼矿方面**，公司曹四夭钼矿金属量108.9万吨（占我国储量14%），预计2028年建成投产，达产后钼精矿产量3.08万吨/年，钼资源稀缺景气，钼矿后续有望成为公司重要利润增长来源。

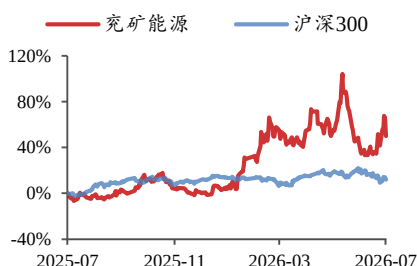
● **风险提示：**国际能源价格异常下行，煤价上涨不及预期，生产安全事故。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	156,672	144,933	161,951	177,442	190,541
YOY(%)	4.4	-7.5	11.7	9.6	7.4
归母净利润(百万元)	14,425	8,381	19,452	21,969	25,984
YOY(%)	-28.4	-41.9	132.1	12.9	18.3
毛利率(%)	35.9	29.3	38.3	38.4	40.1
净利率(%)	9.2	5.8	12.0	12.4	13.6
ROE(%)	14.7	8.3	15.5	15.2	15.4
EPS(摊薄/元)	1.44	0.84	1.94	2.19	2.59
P/E(倍)	13.7	23.6	10.2	9.0	7.6
P/B(倍)	3.1	2.8	2.3	1.9	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 国际化煤炭能源巨头精进不止，周期上行业绩可期.....	5
2、 煤炭业务：资源丰富增量清晰，低长协+海外业务共塑高业绩弹性.....	10
2.1、 煤炭资源储备丰富产能释放，增量路径清晰明确.....	10
2.2、 低长协+海外业务共塑高业绩弹性，周期上行业绩有望充分释放.....	18
3、 煤化工业务：高端化延伸品类丰富，产能利润进入释放期.....	21
4、 电力业务：集团优质资产注入，风光火储售一体化跨越式发展.....	26
5、 其他业务：钼供需缺口扩大持续景气，物流分拆上市发展提速.....	31
5.1、 非煤矿山：全球钼资源稀缺景气，公司建设提速贡献远期利润.....	31
5.2、 物流业务：分拆物泊科技港股上市，物流布局进一步提速.....	34
6、 盈利预测与投资建议.....	35
7、 风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1： 公司上市以来内外并举扩张，成长为国际化煤炭巨头.....	5
图 2： 公司股权集中，山东能源集团持有公司 52.84%的股份（2026Q1）.....	6
图 3： 2026Q1 公司营业收入同比+1.83%.....	6
图 4： 预计 2026H1 归属上市公司股东净利润同比+53%.....	6
图 5： 2026Q1 公司净利率回升至 11.4%.....	7
图 6： 2026Q1 公司 ROE 居可比公司前列.....	7
图 7： 2025 年公司煤炭及煤化工业务营收占比 77.94%.....	7
图 8： 2025 年公司煤炭及煤化工业务毛利占比超 90%.....	7
图 9： 2023 年以来公司煤化工业务毛利率稳步上移.....	8
图 10： 2026Q1 公司期间费用率为 12.62%.....	8
图 11： 公司期间费用率仍有进一步优化空间（2026Q1）.....	8
图 12： 2026Q1 末公司账面资金增加至 499.43 亿元.....	9
图 13： 公司资产负债率较可比公司相对偏高(2026Q1 末).....	9
图 14： 2026 年公司计划资本开支较 2025 年-10%.....	9
图 15： 2026 年公司化工基建计划开支 yoy+57%(亿元).....	9
图 16： 公司分红比例居可比公司平均水平.....	9
图 17： 公司 2026 年预期股息率居可比公司前列.....	9
图 18： 2025 年公司可采储量居行业前列.....	11
图 19： 上市公司中，公司核定产能仅次于中国神华.....	11
图 20： 外延并购为公司煤矿资源增量重要途径（亿吨）.....	12
图 21： 公司外延并购多个优质煤矿.....	12
图 22： 收购红隼煤矿有望扭转兖煤澳洲资源下滑趋势.....	13
图 23： 兖煤澳大利亚 2025 年原煤产量达 6700 万吨.....	13
图 24： 2025 年公司商品煤产量 1.82 亿吨，同比+28.0%.....	15
图 25： 2025 年公司商品煤销量 1.71 亿吨，同比+25.6%.....	15
图 26： 2025 年西北矿业商品煤产量占公司总产量 19%.....	16
图 27： 2025 年公司国内商品煤销量达 1.43 亿吨.....	17

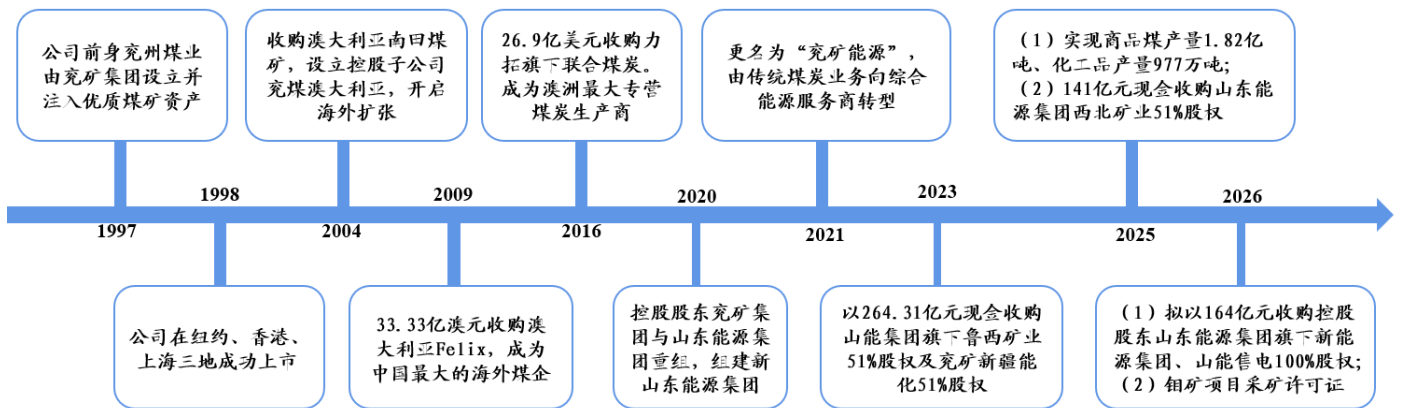
图 28: 公司煤炭国内销量占比达 84%	17
图 29: 国内华东、华北、西北为公司煤炭主销区(亿吨)	17
图 30: 2025 年华东地区占公司国内煤炭销量 38%	17
图 31: 公司煤炭产品主要销往电力等行业(亿吨)	17
图 32: 2025 年公司电力行业煤炭销量占比达 37.40%	17
图 33: 2025 年公司煤炭长协比例远低于可比公司	18
图 34: 2026 年公司煤炭长协比例进一步降至 26%	18
图 35: 动力煤长协价格偏低且波动偏小	18
图 36: 公司煤炭低长协比例有望充分受益于煤价上行	18
图 37: 美伊冲突反复, 油价相对高位震荡运行	19
图 38: 海运煤价格具备较强供需韧性支撑, 下跌有限	19
图 39: 2026 年 6 月海运煤均价达 143.27 美元/吨	19
图 40: 2025 年海外煤炭营收占公司煤炭营收 22%	19
图 41: 公司吨煤利润居可比公司平均水平(元/吨)	20
图 42: 预计 2026 年公司吨煤成本下降趋势不变	20
图 43: 兖煤澳洲毛利占公司煤炭毛利比重较高	20
图 44: 未来能源吨煤毛利率高于其他煤炭子公司	20
图 45: 2025 年公司煤化工业务毛利 63.86 亿元, yoy+17.24%	21
图 46: 公司煤化工产销规模不断扩大	21
图 47: 2025 年公司煤化工产品甲醇销量占比达 50%	22
图 48: 2025 年甲醇占公司煤化工业务营收 32%	22
图 49: 甲醇、石脑油、乙二醇等贡献煤化工核心毛利	23
图 50: 2025 年石脑油、液蜡毛利率居煤化工细分品前列	23
图 51: 2025 年公司甲醇吨毛利提升至 561 元/吨	24
图 52: 华东地区甲醇出厂价有望延续高位运行(元/吨)	24
图 53: 2025 年醋酸价格下行驱动吨利下行(元/吨)	24
图 54: 2026 年 7 月醋酸吨价同比+32%(元/吨)	24
图 55: 2025 年己内酰胺价格下行吨利降至低点(元/吨)	24
图 56: 2026 年 3 月以来己内酰胺价格同比提高(元/吨)	24
图 57: 2025 年石脑油成本下行驱动吨利抬升(元/吨)	25
图 58: 2026 年 7 月石脑油价格同比抬升(元/吨)	25
图 59: 2025 年公司液蜡吨利上移(元/吨)	25
图 60: 2026 年 3 月以来液蜡价格显著高于 2025(元/吨)	25
图 61: 2025 年公司乙二醇成本大幅下移(元/吨)	25
图 62: 2026 年 7 月乙二醇价格略高于 2025 同期(元/吨)	25
图 63: 2025 年公司电力业务毛利占总毛利仅 1.06%	26
图 64: 内蒙古矿业子公司贡献电力业务核心毛利	26
图 65: 2025 年公司售发电量有所下降(亿千瓦时)	26
图 66: 2025 年电力单位成本下降(元/千瓦时)	26
图 67: 公司拟出资 155.70 亿元收购新能源集团 100%股权	27
图 68: 山能售电共有 2 家直接控股子公司	27
图 69: 风电资产省外项目装机占比 50%	30
图 70: 在运风电项目等效利用小时数显著高于全国平均	30
图 71: 2025 年中国钼储量 780 万吨, 占比 45%	31
图 72: 钼矿加工工艺成熟	31

图 73: 2025 年钼初次消费结构中钼合金占比达 81%	31
图 74: 钼终端需求多元, 持续成长	31
图 75: 2025 年全球钼产量 6.73 亿磅, yoy+4%	32
图 76: 2025 年全球钼消费 6.72 亿磅, yoy+3%	32
图 77: 国际钼精矿价格中枢持续上移(元/吨)	32
图 78: 国产 45%-50%钼精矿价格仅次于 2023 年高点	32
图 79: 曹四天钼矿隶属于子公司内蒙古矿业	33
图 80: 曹四天钼矿金属量占我国 14%	33
图 81: 2025 年物泊科技营收 162.83 亿元	34
图 82: 2025 年物泊科技净利润同比+80.27%	34
图 83: 2025 年平台运输服务占物泊科技营收 85%	34
图 84: 2025 年平台运输服务占物泊科技毛利 58%	34
表 1: 截至 2025 年末, JORC 规范下公司原煤可采储量合计 95.16 亿吨	10
表 2: 内部资产注入+外延并购驱动公司煤炭可采储量稳步增长(亿吨)	11
表 3: 山能集团优质煤矿资产仍有进一步注入空间	12
表 4: 兖煤澳大利亚积极开展沃克山、亨特谷等项目内生拓展, 延长开采年限	13
表 5: 公司国内在产煤矿产能概况	14
表 6: 2025 年公司在建及规划矿井产能合计 6180 万吨	15
表 7: 2025 年西北矿业并表助力公司产量进一步抬升(万吨)	16
表 8: 公司发力高端化工新材料, 多基地优质产能持续推进释放	22
表 9: 2025 年公司煤化工产品产销、毛利率均呈现明显提升(千吨)	23
表 10: 本次收购为公司发电装机规模带来 12012 兆瓦增量	28
表 11: 公司所收购电力资产 2025 年合计归母净利润达 9.58 亿元	28
表 12: 本次收购的火电资产中盛鲁、灵台电厂分别为蒙电入鲁、陇电入鲁国家特高压通道核心配套项目	29
表 13: 收购资产风电项目全部来自新能源集团, 其中已商运 1401MW, 已并网未商运 1100MW	29
表 14: 山能售电下属公司火电项目在建未并网装机规模达 1320MW	30
表 15: 曹四天钼矿项目达产后年产钼精粉 3.08 万吨	33
表 16: 公司成长性及估值优势兼备(2026 年 7 月 24 日收盘价)	36

1、国际化煤炭能源巨头精进不止，周期上行业绩可期

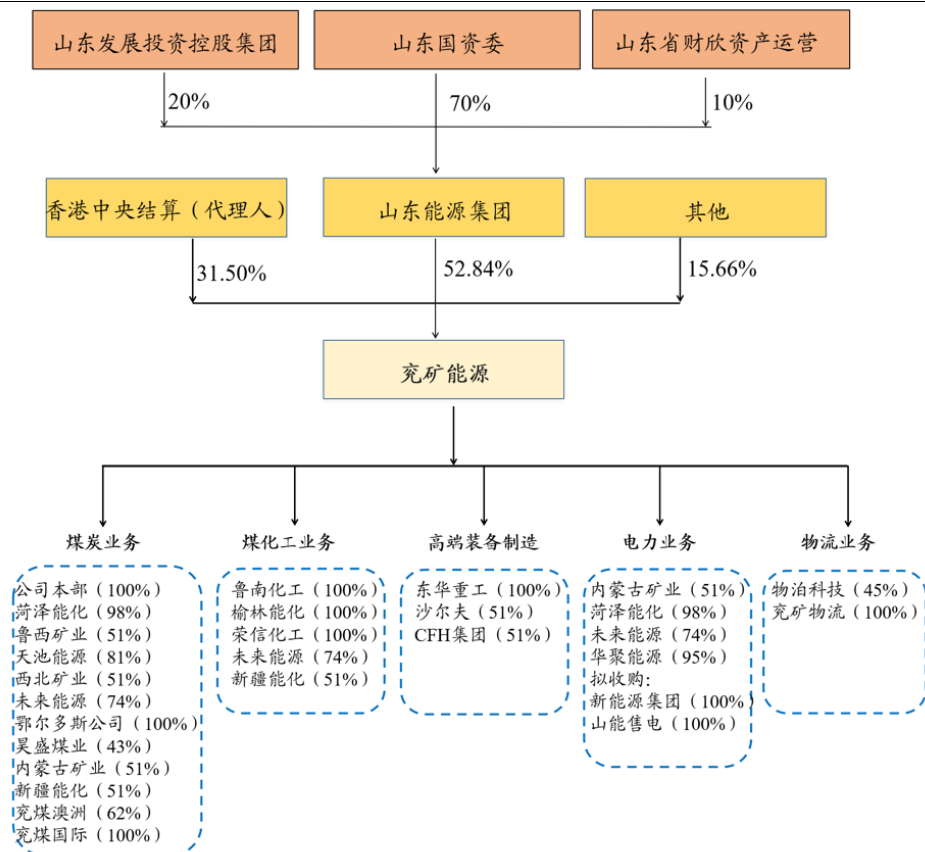
一体化能源布局，国际化煤炭巨头精进不止。兖矿能源集团股份有限公司（简称“兖矿能源”）总部位于山东省邹城市，为山东省国资企业，1997 年公司前身兖州煤业由兖矿集团独家发起设立并注入优质煤炭资产，1998 年成功于中国上海、中国香港、美国纽约三地上市。公司主营煤炭生产销售、煤化工、电力等业务，形成矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五大主导产业，业务遍布国内山东、陕蒙新煤炭主产区及境外澳洲、北美、欧洲地区。截至 2025 年末，公司 JORC 规范下境内外煤炭可采储量达 95.16 亿吨，为国际化煤炭能源巨头，位列“中国上市公司百强”第 45 位，全球矿业市值 50 强第 38 位。

图1：公司上市以来内外并举扩张，成长为国际化煤炭巨头



资料来源：Wind、公司公告、公司官网、开源证券研究所

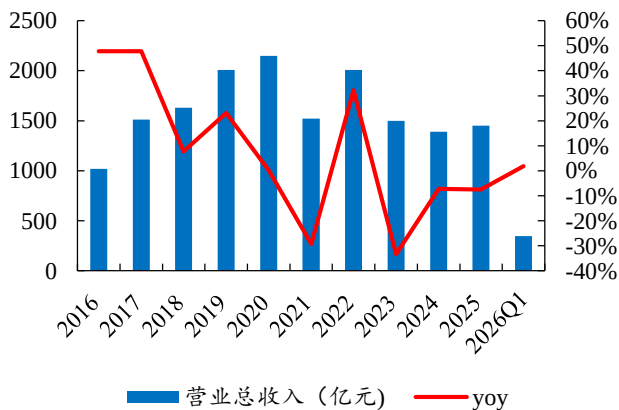
背靠山东省国资委及山东能源集团，集团优质资产注入及新资源开拓充分赋能。公司实际控制人为山东省国资委，控股股东为山东能源集团（前身兖州矿务局 1976 年成立，1996 年改制为国有独资公司，1999 年更名为兖矿集团有限公司，2020 年与原山东能源集团合并，并作为存续主体更名为山东能源集团）。据煤炭工业协会，2025 年山东能源集团原煤产量 2.79 亿吨，同比+0.7%，居全国前三，资源实力雄厚。截至 2026Q1 末，山东能源集团持有公司 52.84% 的股份，股权集中。背靠山东省国资委及山东能源集团，公司在集团优质资产注入（西北矿业、新能源集团等）、省内外及境外新资源开拓（鲁蒙两省钼矿项目合作等）方面充分受益，资源优势突出。

图2：公司股权集中，山东能源集团持有公司 52.84%的股份（2026Q1）


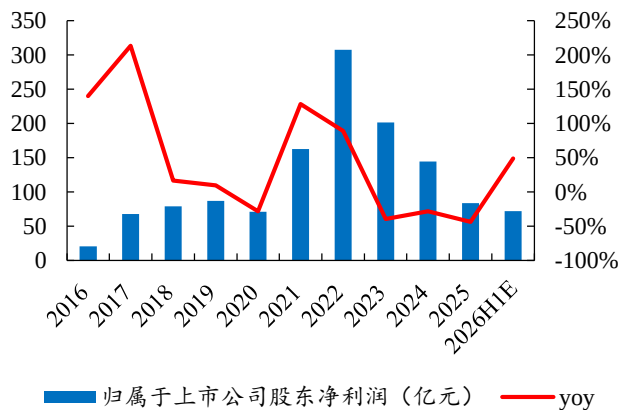
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2026H1 归属于上市公司股东净利润预计同比+53%，业绩兑现周期上行已至。

公司经营受能源周期影响较大，2022 年以来国际能源价格回落，公司 2023-2025 年归属上市公司股东净利润由 201.4 亿元下滑至 83.81 亿元。2026Q1 公司营收 345.89 亿元，yoy+1.83%，归属上市公司股东净利润 39.55 亿元，yoy+42.14%，净利率回升至 11.4%。美伊地缘反复，2026 年能源价格中枢上行存在强支撑，公司业绩向上弹性可观。2026 年 7 月 14 日公司发布 2026 年半年度业绩预增公告，预计 2026H1 归属上市公司股东净利润约 72 亿元，yoy+53%，预计 2026Q2 归属上市公司股东净利润 32 亿元，同比增幅超 60%，季度同比增幅扩大，周期上行或已至。

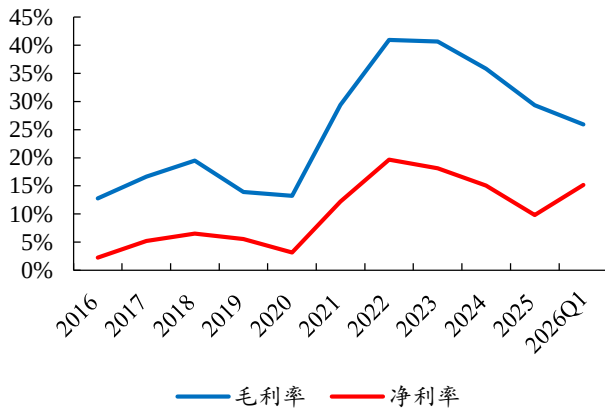
图3：2026Q1 公司营业收入同比+1.83%


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图4：预计 2026H1 归属上市公司股东净利润同比+53%


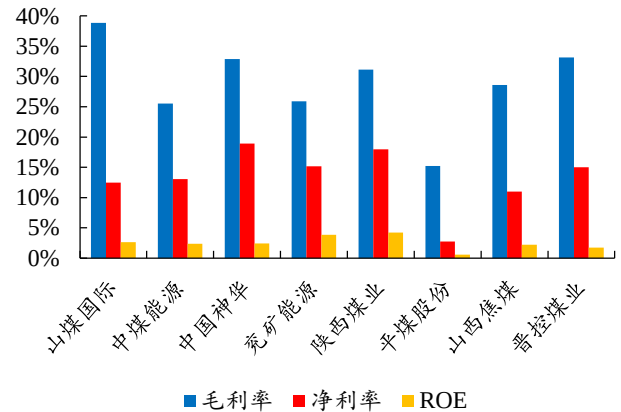
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图5：2026Q1 公司净利率回升至 11.4%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

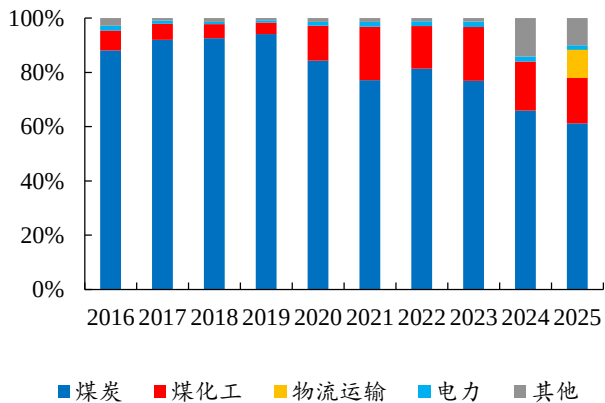
图6：2026Q1 公司 ROE 居可比公司前列



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

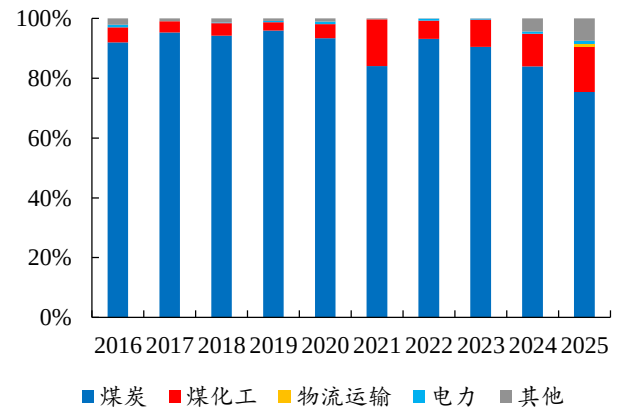
公司煤炭及煤化工业务贡献核心利润，物流运输、电力等业务多元补充。2025 年煤炭/煤化工营收占比 61.18%/16.76%，同比-4.68/-1.37pct。煤炭/煤化工毛利占比 75.42%/15.02%，同比-8.57/+4.08pct；毛利率分别为 36.17%/26.29%，同比-9.49/+4.69pct，公司煤炭及煤化工业务贡献毛利超 90%。煤炭业务毛利率随煤价周期波动，2025 年煤化工毛利率稳步回升。电力与其他业务平稳运营，整体经营稳健。

图7：2025 年公司煤炭及煤化工业务营收占比 77.94%

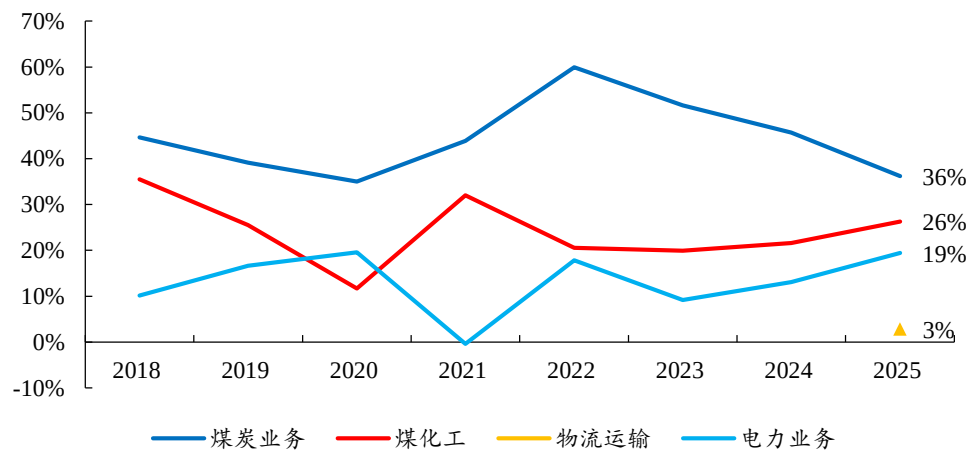


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图8：2025 年公司煤炭及煤化工业务毛利占比超 90%

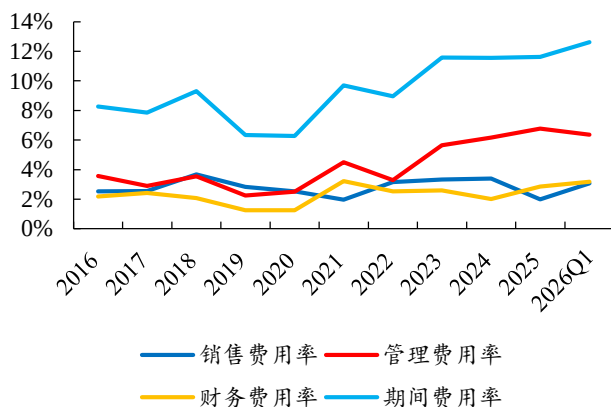


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

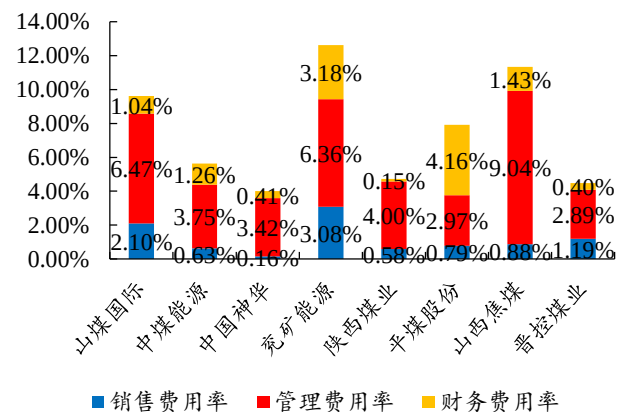
图9：2023 年以来公司煤化工业务毛利率稳步上移


数据来源：Wind、开源证券研究所

2026Q1 公司期间费用率同比下行，仍存在较大优化空间。2026Q1 公司期间费用率 12.62%，yoy-0.26pct，销售/管理/财务费用率为 3.08%/6.36%/3.18%，yoy-0.63/-0.18/+0.56pct。横向比较看，公司期间费用率高于可比公司，销售、管理、财务费用率细分项均偏高，仍有较大改善空间。

图10：2026Q1 公司期间费用率为 12.62%


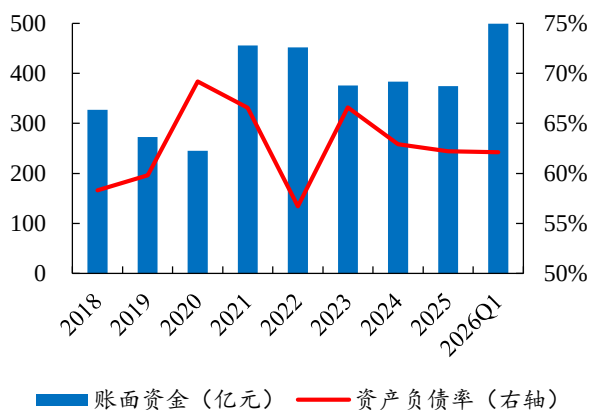
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司期间费用率仍有进一步优化空间（2026Q1）


数据来源：Wind、开源证券研究所

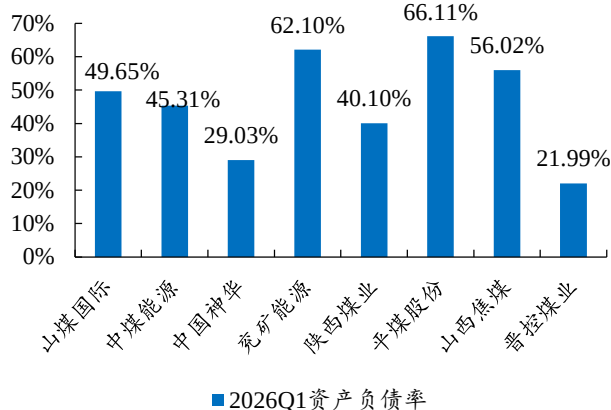
公司账面资金充裕，2026 年预期股息率居可比公司前列。财务方面，截至 2026Q1 末，公司账面资金增加至 499.43 亿元，较 2025 年末增 33.44%。资产负债率小幅回落至 62.10%（较 2025 年末-0.12pct），公司资产负债率仍处于可比公司偏高水平，伴随 2026 年煤价中枢上行，公司资产负债率或明显改善。**资本开支方面**，2026 年公司计划资本开支 198 亿元，yoy-10%，主要系煤炭新矿井建设开支下降。2026 年公司发力煤化工业务，化工项目基建开支达 53 亿元，yoy+57%。**股息率方面**，截至 2026 年 7 月 20 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司延续 2025 年分红比例（兖矿能源受新分红政策影响，分红比例或降至 55%），计算出预期股息率，兖矿能源预期股息率居可比公司前列，高分红高业绩弹性彰显公司投资价值。

图12：2026Q1 末公司账面资金增加至 499.43 亿元



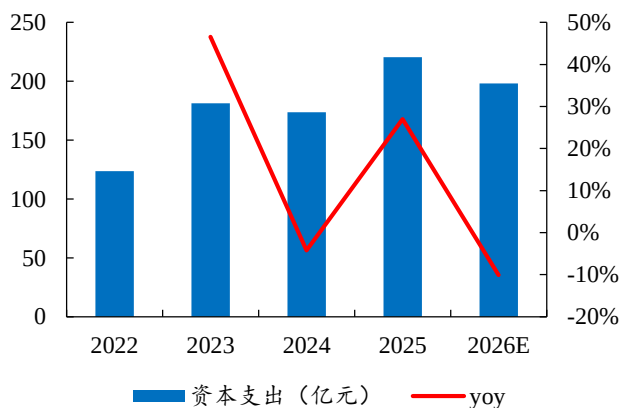
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公司资产负债率较可比公司相对偏高(2026Q1 末)



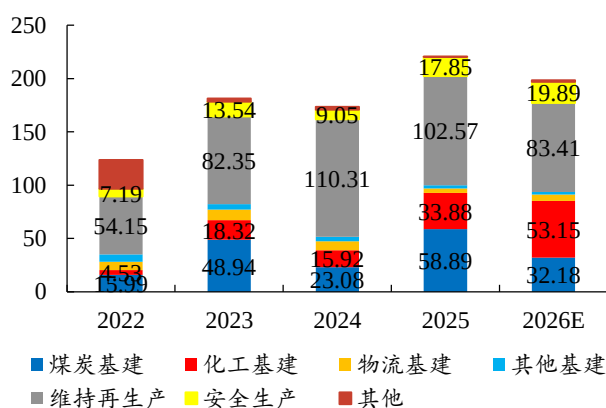
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026 年公司计划资本开支较 2025 年-10%



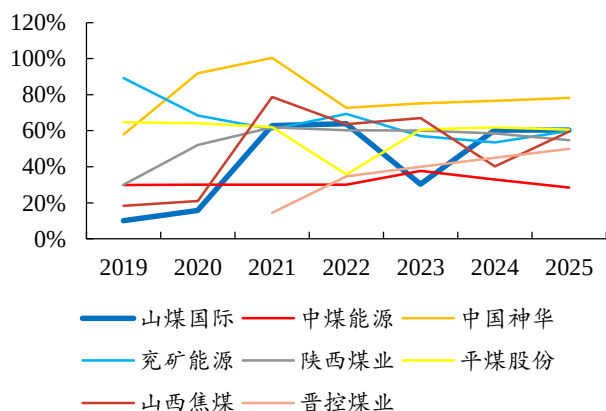
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2026 年公司化工基建计划开支 yoy+57%(亿元)



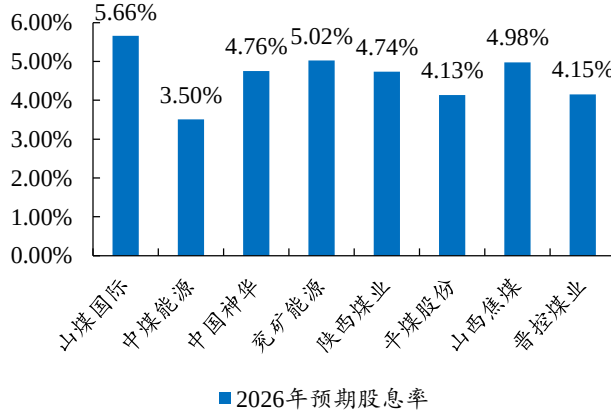
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司分红比例居可比公司平均水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图17：公司 2026 年预期股息率居可比公司前列



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2、煤炭业务：资源丰富增量清晰，低长协+海外业务共塑高业绩弹性

2.1、煤炭资源储备丰富产能释放，增量路径清晰明确

资源禀赋：公司坐拥海内外优质煤炭资源，布局广泛、储备丰富、煤质优良。公司为国际煤炭巨头，煤炭生产基地广泛分布于山东、陕西、内蒙古、新疆、澳大利亚等煤炭主产区，煤种包括动力煤、喷吹煤、焦煤等多品类，以动力煤为主。煤质优良，具备高发热量、高挥发分、高灰熔点、低灰、低硫、低磷等优点，市场认可度高。截至 2025 年末，JORC 规范下公司原煤可采储量合计 95.16 亿吨，其中中国境内 81.36 亿吨，境外 13.80 亿吨，2025 年公司原煤产量 2.2 亿吨，对应可采年限达 40 年。

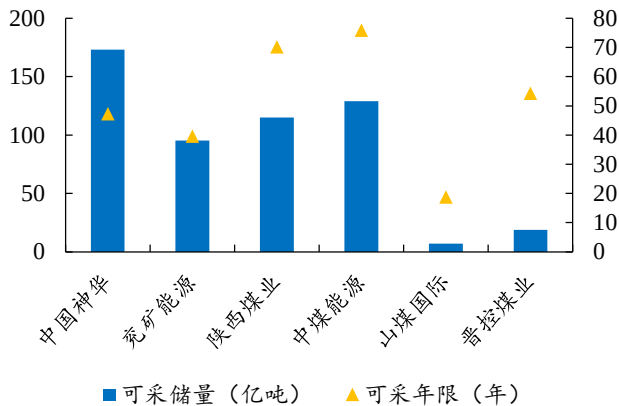
表1：截至 2025 年末，JORC 规范下公司原煤可采储量合计 95.16 亿吨

主要矿区	地理位置	主要煤种	权益比例	原地资源量 (亿吨)	JORC 规范	
					可采储量 (亿吨)	权益可采储量 (亿吨)
公司	山东省济宁市	动力煤	100%	7.47	2.43	2.43
菏泽能化	山东省菏泽市	1/3 焦煤	98%	3.21	0.97	0.95
鲁西矿业	山东省菏泽市	1/3 焦煤、动力煤	51%	17.71	1.84	0.94
天池能源	山西省和顺县	动力煤	81%	0.43	0.18	0.15
西北矿业	山西省朔州市、忻州市	配焦煤、动力煤	51%	44.99	13.39	6.83
	陕西省西安市、延安市					
	内蒙古鄂尔多斯市					
	甘肃省庆阳市、平凉市					
未来能源	陕西省榆林市	动力煤	74%	9.04	4.41	3.26
鄂尔多斯公司	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	100%	2.82	1.86	1.86
昊盛煤业	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	43%	7.19	5.57	2.4
霍林郭勒	内蒙古通辽市	动力煤	65%	10.28		
内蒙古矿业	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	51%	60.93	13.99	7.13
新疆能化	新疆伊犁州、昌吉州	动力煤	51%	258.99	36.74	18.74
境内煤炭小计	-	-	55%	423.09	81.36	44.68
兖煤澳洲	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤	62%	64.9	12.9	8
兖煤国际	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	100%	15.9	0.9	0.9
境外煤炭小计	-	-	64%	80.8	13.8	8.9
合计	-	-	56%	503.89	95.16	53.58

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

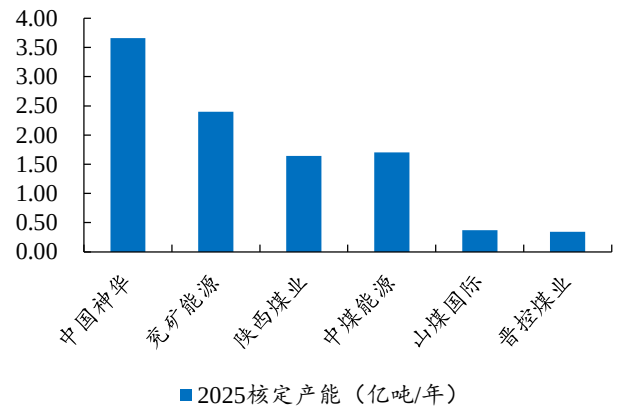
公司资源量及资源释放节奏均居行业前列，周期上行阶段利润有望充分释放。横向比较看，公司资源量居可比公司前列（按港交所要求，公司可采储量按 JORC 规范，可比公司多为国内规范，公司国内规范口径下为可采储量约为 124.56 亿吨，对应可采年限约 52 年），2025 年公司核定产能在可比公司仅次于中国神华，公司资源体量大且产能释放节奏快，周期上行阶段利润有望充分释放。

图18：2025 年公司可采储量居行业前列



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图19：上市公司中，公司核定产能仅次于中国神华



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

资源增量：公司煤炭资源量稳步增长，集团内部资产注入、外延并购、竞拍等多举措并行贡献增量。2019-2025 年公司持续推进煤矿资源内增外延并购，可采煤炭资源储量由 30.12 亿吨提升至 95.18 亿吨，增长超 2 倍以上。公司煤炭增量途径多元，包括山能集团内部优质资产注入、并购国内外优质煤矿、竞拍新煤矿资源等，煤炭资源增量路径清晰明确，持续成长。

表2：内部资产注入+外延并购驱动公司煤炭可采储量稳步增长（亿吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
公司本部	2.90	2.69	2.50	2.47	2.60	2.63	2.43
菏泽能化	0.27	0.25	0.77	0.83	0.81	1.01	0.97
鲁西矿业	-	-	-	-	2.11	1.99	1.84
天池能源	-	-	-	-	0.20	0.19	0.18
西北矿业	-	-	-	-	-	-	13.39
未来能源	-	3.23	5.15	4.95	4.78	4.60	4.41
鄂尔多斯公司	2.09	1.98	2.02	2.02	2.05	1.95	1.86
昊盛煤业	5.05	5.09	5.05	5.02	5.70	5.65	5.57
霍林郭勒	-	-	-	-	-	-	-
内蒙古矿业	-	-	11.50	11.48	14.15	14.08	13.99
新疆能化	-	-	-	-	13.49	13.10	36.74
兖煤澳洲	17.65	16.80	16.57	14.99	14.40	13.90	12.90
兖煤国际	2.16	1.50	1.50	1.41	1.30	0.95	0.90
合计	30.12	31.54	45.06	43.17	61.59	60.05	95.18

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注 1：黑体加粗项目均为山能集团（原兖矿集团）优质资产注入

注 2：霍林郭勒旗下煤矿为霍林河一号煤矿，2025 年可采储量 6.29 亿吨，未在年报显示

集团资产注入为公司资源增量重要途径，且仍有进一步注入空间。集团资产注入是 2019 年以来公司煤矿可采储量及产能增加核心驱动因素，2020 年收购集团旗下未来能源 49% 股权（收购完成后公司合计持股 74%），为公司带来 3.23 亿吨煤炭可采储量提升；2023 年收购集团旗下鲁西矿业 51% 股权、新疆能化 51% 分别带来 2.11、13.49 亿吨可采储量提升（2025 年 JORC 评估五彩湾煤矿并表，新疆能化可采储量提升至 36.74 亿吨），2025 年收购西北矿业 51% 股权，贡献可采储量增量 13.39 亿吨及毛家川、马福川探矿权。2025 年公司占山能集团原煤产量比重达 79%，集团仍有进一步注入空间，未注入核心矿井新矿集团、枣矿集团、贵州矿业截至 2025 年末合计煤炭可采储量 26.27 亿吨，核定产能 5887 万吨/年，2025 年原煤产量 4818 万吨。

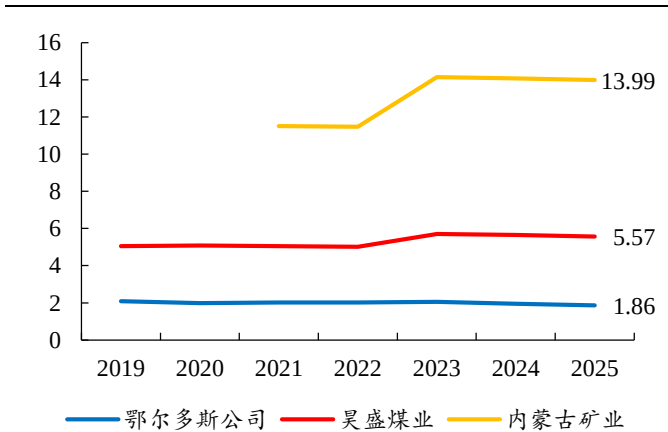
表3：山能集团优质煤矿资产仍有进一步注入空间

单位名称	煤炭品种	开采条件	可采储量 (亿吨)	核心煤矿	产能 (万吨/年)	2025 原煤产量 (万吨)
新矿集团	气肥、长焰、不粘煤	地下开采	19.80	长城三矿、鲁新煤矿	3255	2692
枣矿集团	气肥、长焰煤	地下、露天开采	3.47	金正泰煤矿、新安煤业	2470	2045
贵州矿业	无烟煤	地下开采	3.00	绿塘煤矿	162	81
合计			26.27		5887	4818

资料来源：公司公告、开源证券研究所

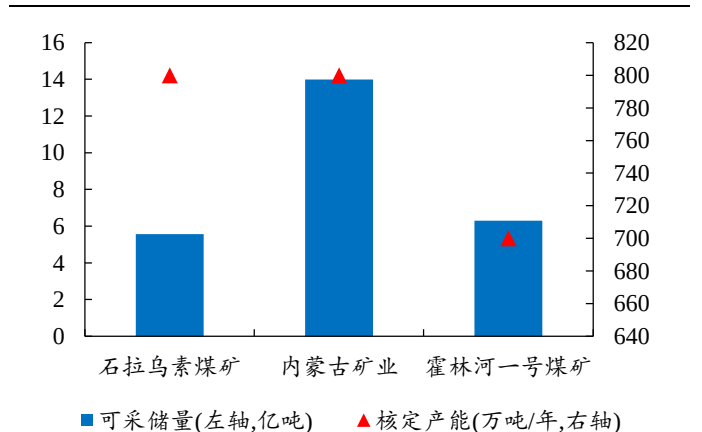
积极并购、竞拍国内外优质煤矿资产，外延贡献新资源增量。外延并购同样为公司煤矿资源增量重要途径，国内方面，2009 年公司在内蒙设立鄂尔多斯公司，先后收购内蒙古安源煤矿、文玉煤矿、竞拍得转龙湾煤矿探矿权；2010 年外延收购昊盛煤业 51% 股权，对应石拉乌素煤矿 2017 年投产；2020 年增资重组内蒙古矿业，带来 2021 年 11.50 亿吨煤炭可采储量贡献且随新矿建设储量提升；2023 年公司竞拍取得霍林河一号煤矿探矿权，对应可采储量 6.29 亿吨。

图20：外延并购为公司煤矿资源增量重要途径（亿吨）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

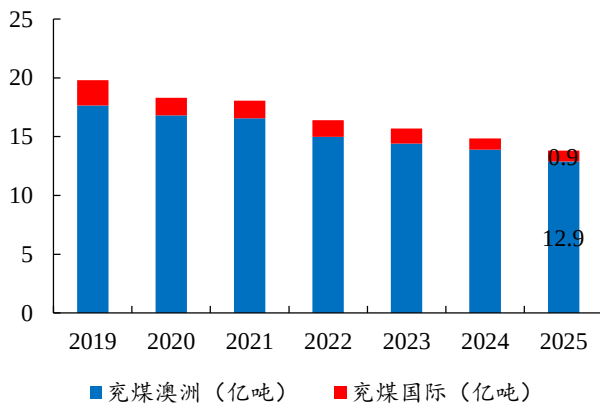
图21：公司外延并购多个优质煤矿



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

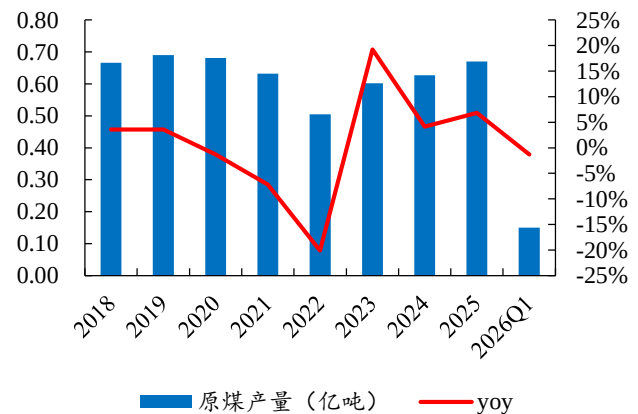
海外并购以充煤澳大利亚为主体，外并内探贡献增量。公司煤矿资产海外并购以 2004 年收购澳大利亚南田煤矿为起点，先后收购 Felix、力拓旗下联合煤炭，成为澳大利亚最大煤矿专营生产商，2025 年充煤澳大利亚原煤产量 6700 万吨（约 84% 为动力煤）。2026 年宣布收购红隼煤矿 80% 股权，红隼煤矿 JORC 标准可售储量 1.64 亿吨，2025 年原煤产量 810 万吨、商品煤产量 590 万吨，未来年产或稳定于 600 万吨以上，红隼煤矿 80% 为优质硬焦煤，位列澳大利亚在产井冶金煤矿储量第二，具有低灰分、高流动性、高塑性等特点。此外，公司注重内生项目拓展，积极开展沃克山、亨特谷等已有项目内生拓展，以延长可采年限。

图22：收购红隼煤矿有望扭转充煤澳洲资源下滑趋势



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图23：充煤澳大利亚 2025 年原煤产量达 6700 万吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表4：充煤澳大利亚积极开展沃克山、亨特谷等项目内生拓展，延长开采年限

项目	扩展内容
沃克山井工矿	推进至可研阶段，预计 2026Q1 启动，有望显著延长生产年限（年产上限不变）
亨特谷拓展项目	推进大幅延长现有采矿租赁期内矿山寿命的审批流程，目前正在由政府审批，预计 2026 年 12 月延期到期前收到批复结果，当前运营不受影响
莫拉本 3 号露天煤矿项目	已提交至独立规划委员会裁决，预计 2026 年 Q2-Q3 出结果，获批后将使矿山寿命周期内的原煤产量增加 3000 万吨（不改变年产量）。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2025 年公司已有煤炭产能超 2.4 亿吨/年，在建矿井持续补充，2030 年 3 亿吨年产能增量路径清晰。截至 2025 年末，公司国内在产矿井核定产能合计 1.67 亿吨/年，国外矿井合计产能约 0.74 亿吨/年（其中充煤澳大利亚 0.67 亿吨/年，充煤国际 0.07 亿吨/年，国外矿井不适用于核定产能指标，故以实际产能替代），合计核定产能达 2.41 亿吨/年。在建项目方面，除万福及五彩湾四号煤矿一期项目并表核定产能外，剩下项目合计核定产能达 0.50 亿吨/年（2030 年前全部投产），五彩湾四号煤矿二期项目预计 2028 年核定产能增量 0.13 亿吨/年，充煤澳大利亚产能上限 0.70 亿吨/年（不含红隼煤矿），红隼煤矿原煤产量 0.08 亿吨/年。综上，合计潜在年产能达 3.15 亿吨/年，2030 年 3 亿吨年产能增量路径清晰。

表5：公司国内在产煤矿产能概况

所属基地		煤矿名称	核定产能(万吨/年)	权益比例	权益产能(万吨/年)
山东基地	本部	南屯煤矿	270	100%	270
		兴隆庄煤矿	600	100%	600
		鲍店煤矿	600	100%	600
		东滩煤矿	750	100%	750
		济二煤矿	390	100%	390
		济三煤矿	600	100%	600
		杨村煤矿	115	100%	115
	菏泽能化	赵楼煤矿	330	98%	324
		万福煤矿	180	88%	159
		新巨龙煤矿	600	31%	184
	鲁西矿业	陈蛮庄煤矿	70	51%	36
		李楼煤矿	190	51%	97
		唐口煤矿	270	51%	138
		梁宝寺煤矿	330	43%	143
		郭屯煤矿	240	43%	102
		彭庄煤矿	80	43%	34
		金鸡滩煤矿	1700	74%	1257
陕蒙基地	昊盛煤业	石拉乌素煤矿	800	43%	341
	内蒙古矿业	营盘壕煤矿	800	72%	574
	鄂尔多斯公司	转龙湾煤矿	1000	100%	1000
		文玉煤矿	120	100%	120
	山西能化	天池煤矿	120	81%	98
西北矿业		高家堡煤矿	450	51%	230
		邵寨煤矿	240	51%	122
		五举煤矿	300	31%	92
		亭南煤矿	450	51%	230
		永明煤矿	45	26%	12
		杨家村煤矿	600	28%	168
		大恒煤矿	360	41%	147
		望田煤矿	180	28%	50
		巴彦高勒煤矿	800	31%	245
		刘园子煤矿	90	28%	25
新疆能化		伊犁一矿	1000	51%	510
		伊犁四矿	900	28%	252
		硫磺沟煤矿	150	26%	39
		五彩湾四号露天矿	1000	39%	388
合计			16720	62%	10442

资料来源：公司公告、开源证券研究所

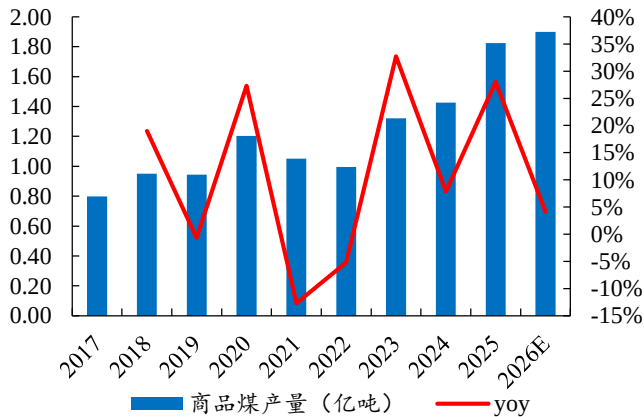
表6：2025 年公司在建及规划矿井产能合计 6180 万吨

项目名称	公司	地区	设计产能 (万吨/年)	建设进度
万福煤矿	菏泽能化	菏泽市巨野县	180	已竣工验收，取得安全生产许可证
五彩湾四号煤矿一期项目	新疆能化	新疆昌吉州	1000	已开始联合试运转
刘三圪旦煤矿	内蒙古矿业	内蒙古鄂尔多斯市	1000	已取得采矿许可证
霍林河一号煤矿	霍林郭勒	内蒙古霍林郭勒市	700	已取得采矿许可证
嘎鲁图煤矿	内蒙古矿业	内蒙古鄂尔多斯市	800	已获地质报告批复
油房壕煤矿	西北矿业	内蒙古鄂尔多斯市	500	已开工建设
杨家坪煤矿	西北矿业	陕西省咸阳市	500	已开工建设
毛家川煤矿	西北矿业	甘肃省庆阳市	700	已取得采矿许可证
马福川煤矿	西北矿业	甘肃省庆阳市	800	已取得采矿许可证
合计			6180	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

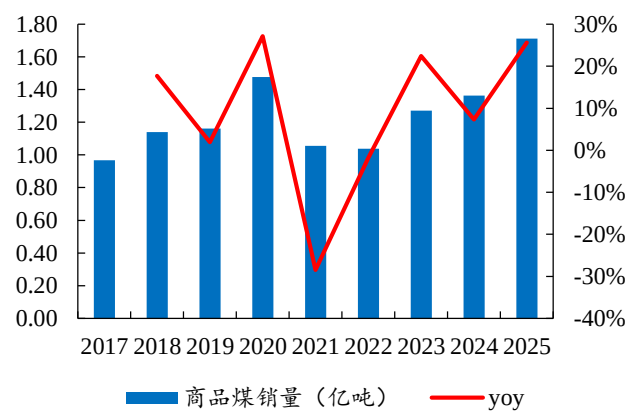
公司商品煤产销量稳步增长，2026 年产量有望进一步释放。受益于集团资产注入等内外资源整合，2022 年以来公司商品煤产量稳步增加，2025 年公司原煤产量 2.2 亿吨，商品煤产量 1.82 亿吨（86%为动力煤），yoy+28.0%，商品煤销量 1.71 亿吨，yoy+25.6%。2026Q1 公司煤炭产量 4155 万吨，yoy-6.28%，产量同比下降系公司主导控制 Q1 低价时段新疆区域煤炭生产。2026Q2 煤炭产量 4646 万吨，yoy+2.07%，公司 2026 全年规划商品煤产量约 1.9 亿吨目标不变，产量持续释放。

图24：2025 年公司商品煤产量 1.82 亿吨，同比+28.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2025 年公司商品煤销量 1.71 亿吨，同比+25.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

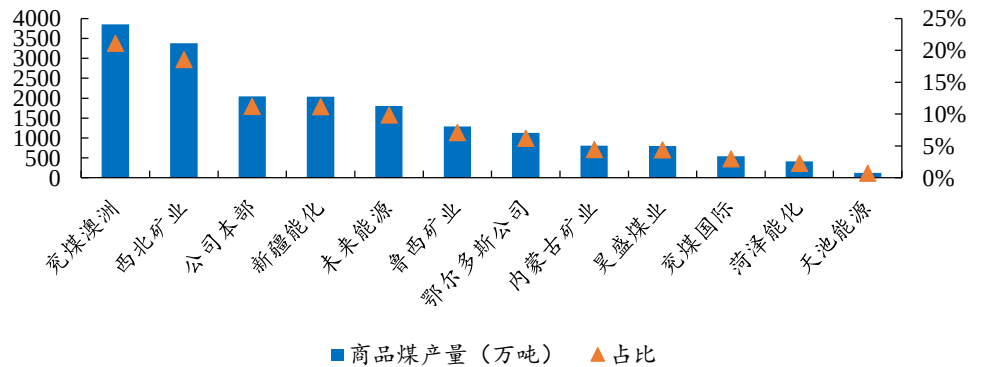
从生产结构看，2025 年西北矿业并表贡献增量显著，西北矿业、新疆、陕蒙主力基地贡献后续核心增量。2025 年兖煤澳洲商品煤产量 3857 万吨，占比 21%，煤炭生产子公司之首，西北矿业并表贡献增量，占比达 19%，公司本部、新疆能化产量占比均为 11%。展望后市，公司现有产能满产及新增煤炭释放集中于西部地区，西北矿业、新疆、陕蒙基地贡献核心增量，产量占比有望进一步提升。

表7：2025 年西北矿业并表助力公司产量进一步抬升（万吨）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
公司本部	3066	2679	2495	2398	2280	2043
菏泽能化	328	253	169	265	191	417
鲁西矿业	-	-	-	1080	1225	1292
天池能源	161	130	109	120	120	128
西北矿业	-	-	-	-	-	3381
未来能源	1776	1711	1737	1722	1781	1800
鄂尔多斯公司	1582	1151	1171	961	1123	1131
昊盛煤业	824	319	428	460	623	800
内蒙古矿业		83	409	383	665	807
新疆能化		-	-	1936	2012	2038
兖煤澳洲	3778	3670	2944	3341	3694	3857
兖煤国际	512	506	492	545	536	545
合计	12027	10503	9953	13211	14249	18240

资料来源：公司公告、开源证券研究所

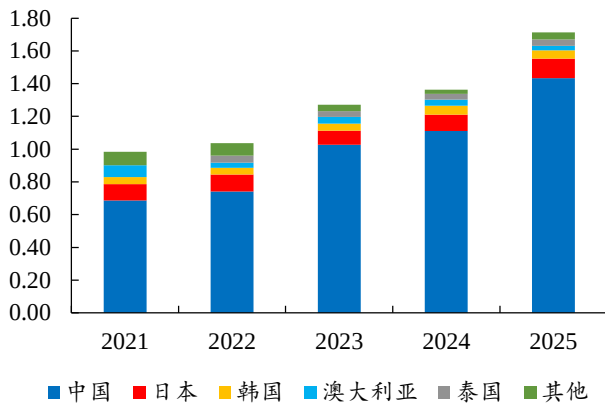
图26：2025 年西北矿业商品煤产量占公司总产量 19%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

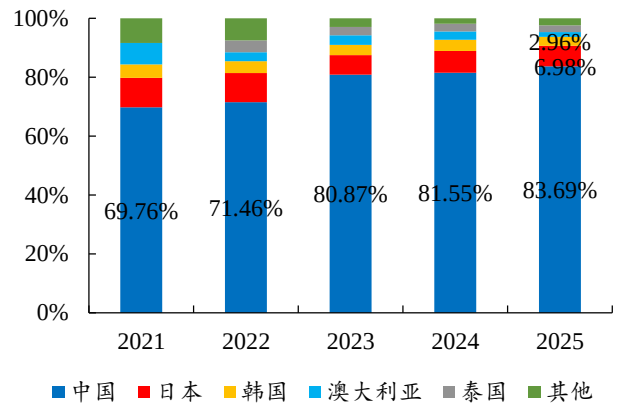
公司煤炭销售覆盖亚太地区，国内销量占比达 84%，海外市场积极拓展。公司煤炭销售以供给国内为主，2025 年公司国内煤炭产量占比 76%，销售占比 84%，兖煤澳洲部分煤炭产量供给至国内。国内具体区域看，华东、华北、西北为核心销区，占国内比重分别为 38.34%、22.01%、21.71%。国外销区核心集中于亚太地区，日、韩、泰、澳销量占比分别为 6.98%、2.96%、2.26%、1.66%。公司积极开拓海外市场，2025 年海外煤炭销量占比虽下滑，但绝对体量提升，2025 年公司海外商品煤产量 0.44 亿吨，yoy+4.07%，销量 0.28 亿吨，yoy+11.06%。下游客户方面，2025 年公司煤炭销售至电力、冶金、化工、商贸行业比重分别为 37.40%、12.84%、13.08%、31.19%。

图27：2025 年公司国内商品煤销量达 1.43 亿吨



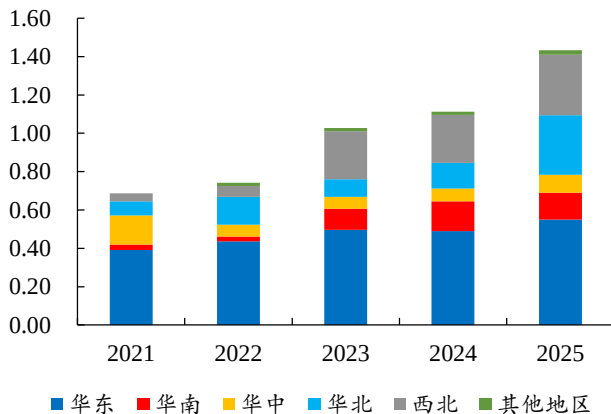
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图28：公司煤炭国内销量占比达 84%



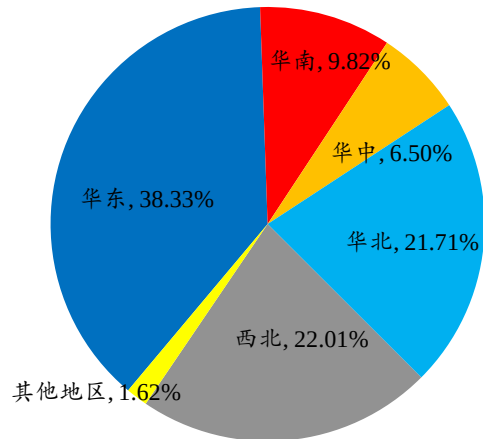
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图29：国内华东、华北、西北为公司煤炭主销区(亿吨)



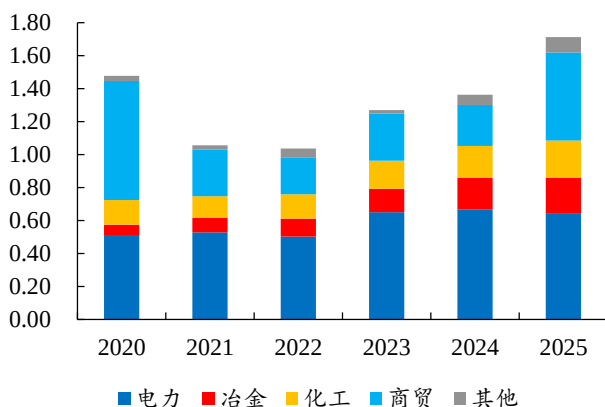
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图30：2025 年华东地区占公司国内煤炭销量 38%



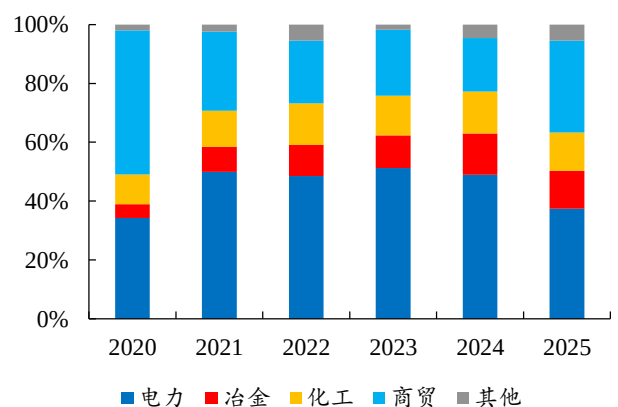
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图31：公司煤炭产品主要销往电力等行业（亿吨）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图32：2025 年公司电力行业煤炭销量占比达 37.40%

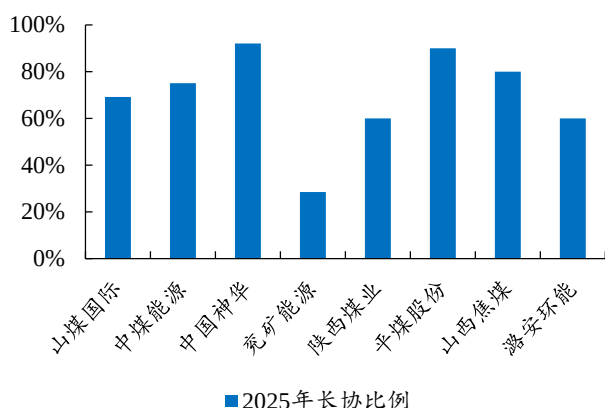


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.2、低长协+海外业务共塑高业绩弹性，周期上行业绩有望充分释放

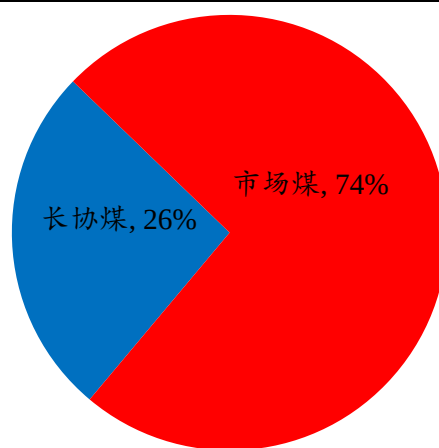
公司煤炭长协比例低于可比公司，周期上行业绩弹性优势明显。公司煤炭销售以市场现货销售为主，2025 年公司煤炭长协比例为 29%，远低于可比公司 60% 以上的平均水平，2026 年公司签订长协保供煤总量为 4600 万吨（2025 年为 5200 万吨），长协比例进一步下降至 26%。长协动力煤旨在保障电煤稳定供给，故价格偏低波动偏小，周期上行阶段利润释放有限。截至 2026 年 6 月，秦皇岛港山西产 Q5500 动力末煤平仓价为 855.52 元/吨，yoy+39.93%，对应长协价 697 元/吨，yoy+4.19%。煤价周期上行阶段，公司低长协比例优势明显，业绩有望高弹性兑现。

图33：2025 年公司煤炭长协比例远低于可比公司



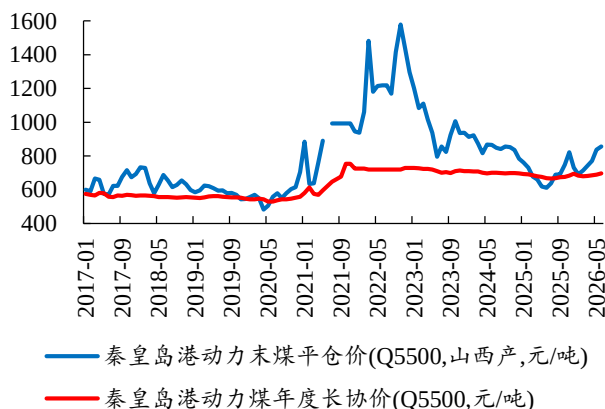
数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图34：2026 年公司煤炭长协比例进一步降至 26%



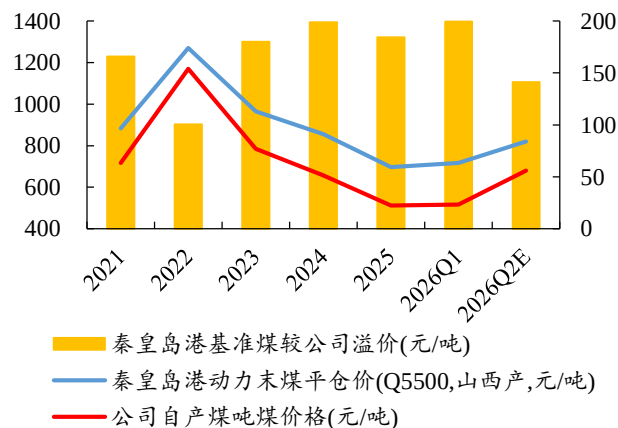
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图35：动力煤长协价格偏低且波动偏小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：公司煤炭低长协比例有望充分受益于煤价上行



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

海运煤价格具备较强供需韧性支撑，公司海外煤炭业务共塑煤炭业绩高弹性。

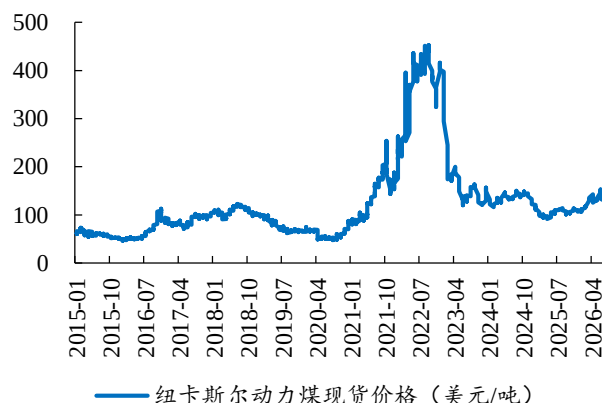
自 2026 年 6 月中旬以来美伊和解进程加快，而原油需求萎缩，油价中枢持续下移，国际煤价跟随承压，但海运煤价格下行幅度小于原油，具备更强供需韧性。截至 2026 年 7 月 10 日，布伦特原油价格跌至 72.28 美元/桶，较 4 月末高点-39.81%，澳大利亚纽卡斯尔动力煤价格跌至 129.14 美元/吨，较 6 月中旬高点-8.09%。公司海外煤炭业务方面，海外煤炭销量占商品煤销量 16%，营收占商品煤营收 22%。展望后市，地缘扰动仍在，美伊冲突反复，截至 2026 年 7 月 22 日，布伦特原油价格再度反弹至 94.02 美元/桶，地缘、补库等多维因素驱动国际能源价格中枢上移，厄尔尼诺、国内火电迎峰度夏进一步对煤价形成支撑，且海外煤炭价格无国内政策保供压制，具备抗跌韧性及上行弹性，公司海外煤炭业务有望进一步驱动煤炭业绩上行。

图37：美伊冲突反复，油价相对高位震荡运行



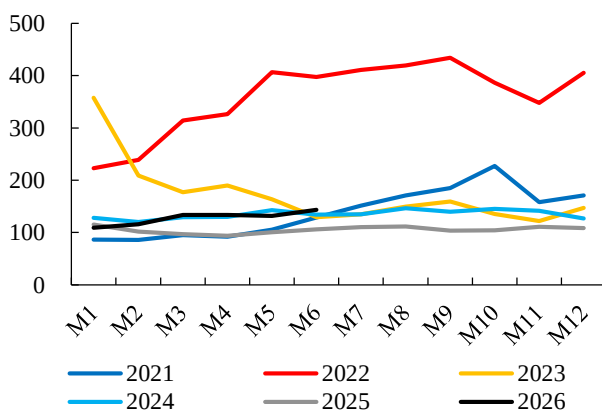
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图38：海运煤价格具备较强供需韧性支撑，下跌有限



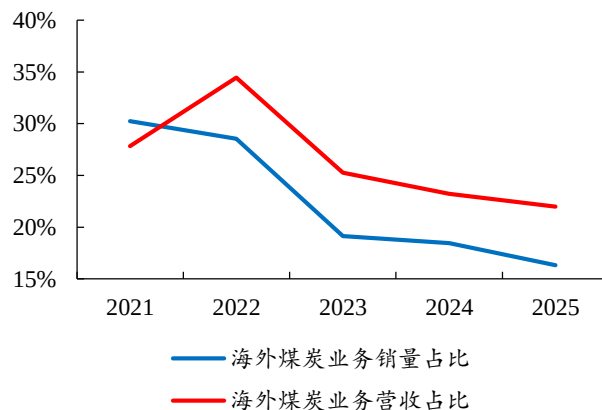
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图39：2026 年 6 月海运煤均价达 143.27 美元/吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

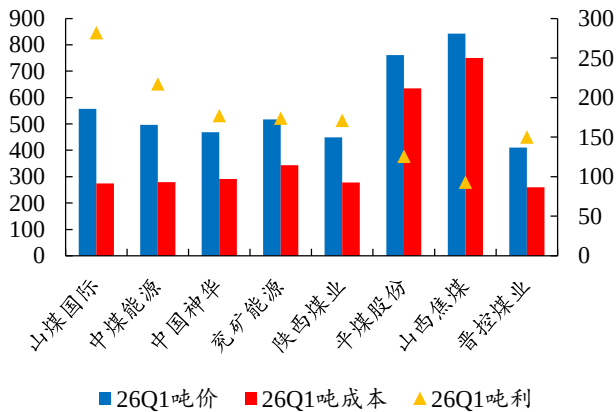
图40：2025 年海外煤炭营收占公司煤炭营收 22%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

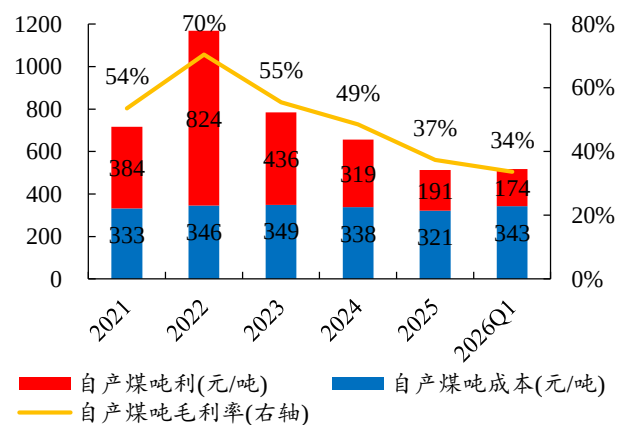
公司吨煤毛利提升或于 2026Q2 开始显现，吨煤成本下行趋势不变。2026Q1 公司自产煤吨煤毛利 174 元/吨，居可比公司平均水平。2026Q1 公司国内煤炭产量主现阶段性调减、地缘影响下澳洲柴油等成本上行导致公司吨煤成本抬升至 343 元/吨，同比+30 元/吨。展望后市，煤价中枢上移趋势不变，国际油价虽因美伊冲突反复而相对高位运行，但季度中枢下移驱动公司澳洲煤炭成本改善，国内新收新建矿井产量释放进一步驱动成本下移，公司 2026 年国内吨煤成本或仍可同比下降 3%，成本下行趋势不变，吨煤毛利提升或于 2026Q2 显现。

图41：公司吨煤利润居可比公司平均水平（元/吨）



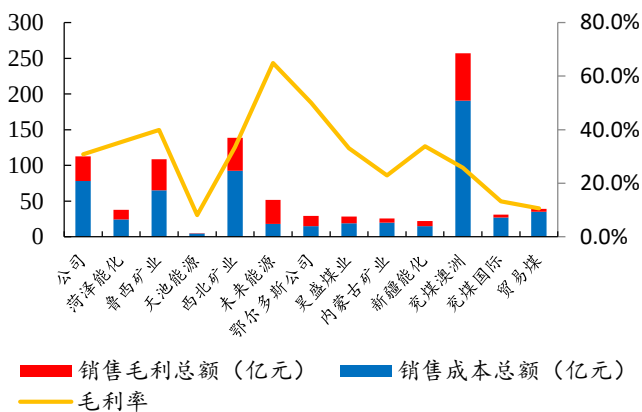
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图42：预计 2026 年公司吨煤成本下降趋势不变



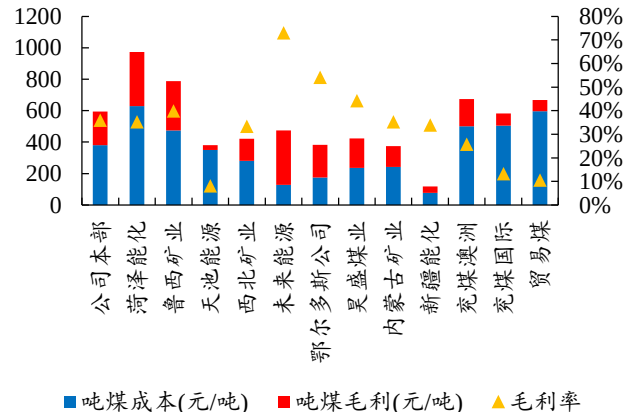
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图43：兖煤澳洲毛利占公司煤炭毛利比重较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：未来能源吨煤毛利率高于其他煤炭子公司

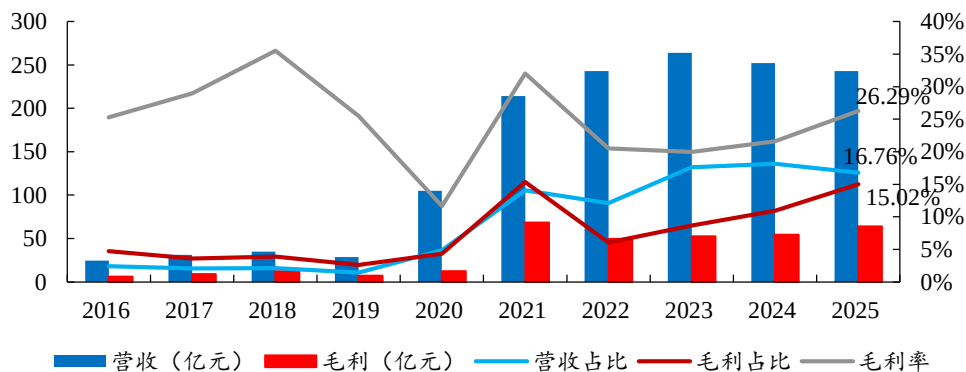


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、煤化工业务：高端化延伸品类丰富，产能利润进入释放期

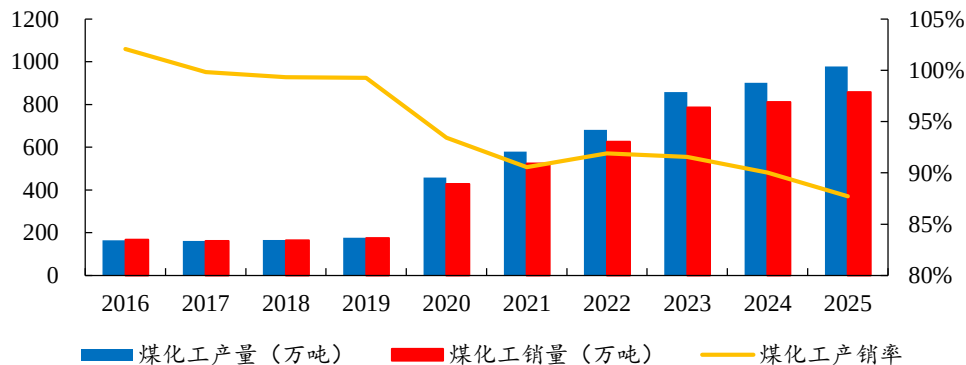
公司煤化工产品矩阵丰富，为多个细分品种龙头。公司煤化工业务布局广泛，拥有鲁陕蒙新四大产业园，鲁南化工、榆林能化等五大生产主体，产品矩阵丰富，布局甲醇、煤制油、醋酸等二十余种化工品。2025 年公司煤化工业务营收 242.93 亿元，占总营收 16.76%，毛利 63.86 亿元（yoy+17.24%），占总毛利 15.02%，毛利率提升至 26.29%（yoy+4.69pct），2020-2025 年煤化工产量由 457.7 万吨提升至 977.5 万吨，年复合增速达 16.39%。且公司为多类煤化工细分产品龙头，2025 年公司甲醇销量 433 万吨（全国第一），煤制油产能 100 万吨（全国前列）、醋酸、聚甲醛产能分别为 100、8 万吨，分别居全国第五、第四。

图45：2025 年公司煤化工业务毛利 63.86 亿元，yoy+17.24%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图46：公司煤化工产销规模不断扩大



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司发力高端化工新材料，多基地优质产能持续推进释放。鲁南化工：年产 6 万吨聚甲醛项目建成投产，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 2026 年 12 月底投料试车；未来能源：年产 50 万吨高温费托项目有序推进；新疆能化：年产 80 万吨煤制烯烃项目建设中，预计 2028 年投料试车。公司高端化工新材料量效齐升、延链补链，优质产能持续释放。

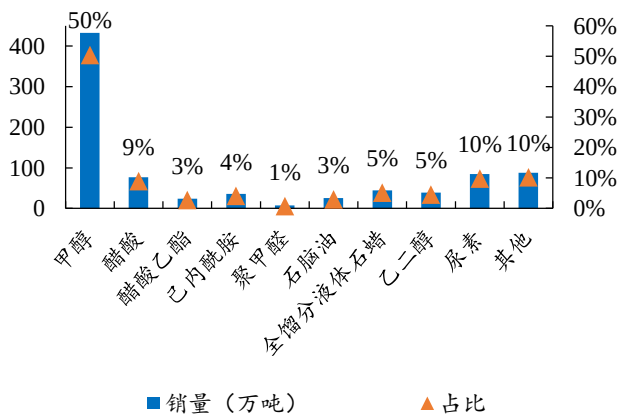
表8：公司发力高端化工新材料，多基地优质产能持续推进释放

主体	持股比例	区位	概况
鲁南化工	100%	山东省滕州市	2007 年成立，深耕醇基、氨基两大产业链，产品包括醋酸、醋酸乙酯、聚甲醛、己内酰胺等十余种高端精细化工品，总产能 490 万吨/年；6 万吨聚甲醛项目建成投产“低碳高效动能转换一体化项目”正式启动，其中年产 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
榆林能化	100%	陕西省榆林市	2004 年成立，甲醇产能 140 万吨/年，2022 年 10 万吨/年 DMMn 投料试车
荣信化工	100%	内蒙古鄂尔多斯市	2008 年成立，总产能 220 万吨/年（甲醇 180 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年）；80 万吨/年甲醇制烯烃项目预计 2026 年 12 月底投料试车
未来能源	74%	陕西省榆林市	2011 年成立，高效运营 100 万吨/年煤间接液化及 10 万吨/年高温费托合成工业示范装置 50 万吨高温费托项目有序推进
新疆能化	51%	新疆乌鲁木齐市	2007 年成立，拥有 60 万吨醇氨联产项目，甲醇产能 30 万吨/年、尿素产能 52 万吨/年新疆昌吉州准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目开工建设，为四号露天矿配套转化项目

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

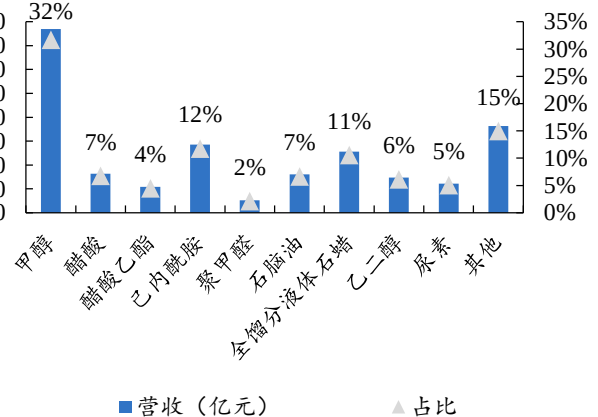
煤化工各品类盈利分层差异突出，高附加值产品为板块盈利核心支柱。从销量看，2025 年甲醇产销体量最大，达 432.7 万吨（占比 50%）。从煤化工毛利看，甲醇、全馏分液体石蜡、石脑油、乙二醇贡献核心毛利，占比分别为 38%、25%、16%、10%，yoy 分别+80%、+357%、+25%、+46%。全馏分液体石蜡与粗液体蜡销量及利润变化较大主要系未来能源进行柔性生产，优化产品结构。展望后市，荣信化工及新疆能化在建烯烃产能投产后有望进一步加厚公司煤化工业务盈利能力。

图47：2025 年公司煤化工产品甲醇销量占比达 50%



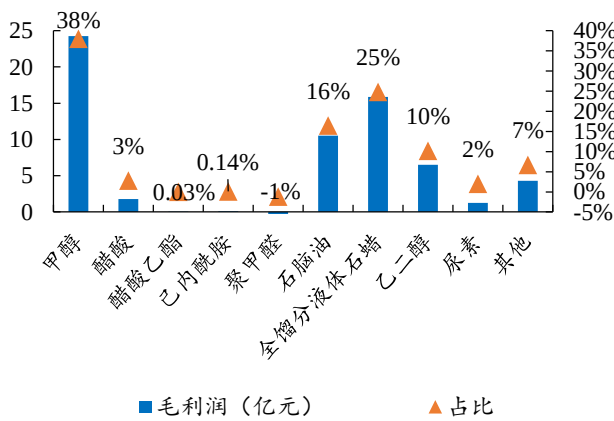
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图48：2025 年甲醇占公司煤化工业务营收 32%



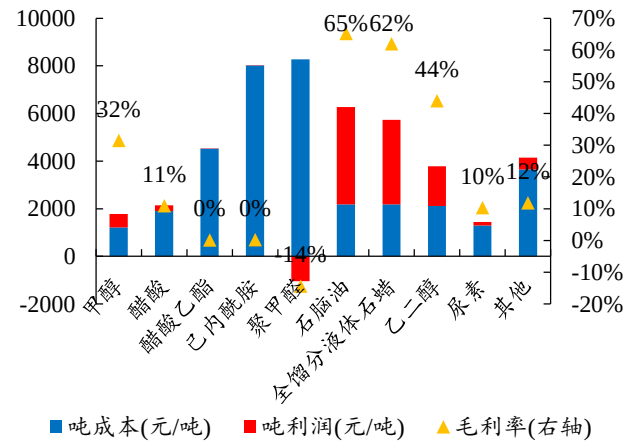
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图49：甲醇、石脑油、乙二醇等贡献煤化工核心毛利



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图50：2025 年石脑油、液蜡毛利率居煤化工细分品前列



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

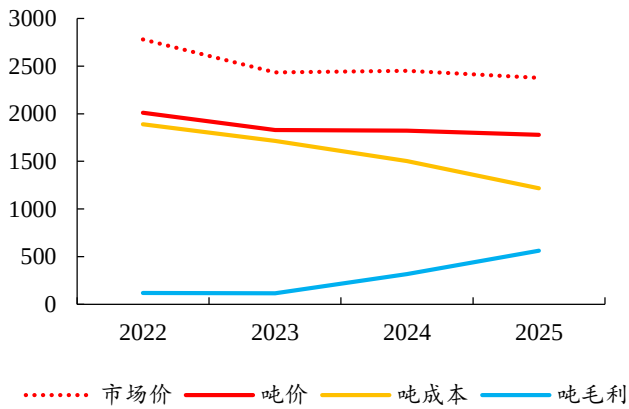
表9：2025 年公司煤化工产品产销、毛利率均呈现明显提升（千吨）

煤化工业务	2023 年			2024 年			2025 年		
	产量	销量	毛利率	产量	销量	毛利率	产量	销量	毛利率
甲醇	4016	3955	6%	4105	3938	19%	4540	4327	32%
醋酸	1139	738	16%	1040	743	14%	1082	766	11%
醋酸乙酯	423	426	6%	285	284	6%	238	239	0%
己内酰胺	297	297	4%	337	336	8%	357	355	0%
聚甲醛	74	74	21%	65	65	10%	71	71	-14%
粗液体蜡	162	146	66%	288	300	52%	-	-	-
石脑油	256	254	65%	233	235	55%	257	257	65%
全馏分液体石蜡	-	-	-	116	111	53%	447	446	62%
乙二醇	360	391	17%	401	394	29%	395	390	44%
尿素	591	615	28%	716	664	25%	910	846	10%
其他	991	697	14%	1116	731	13%	1478	877	12%
合计	8587	7862	20%	8702	7801	22%	9775	8574	26%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

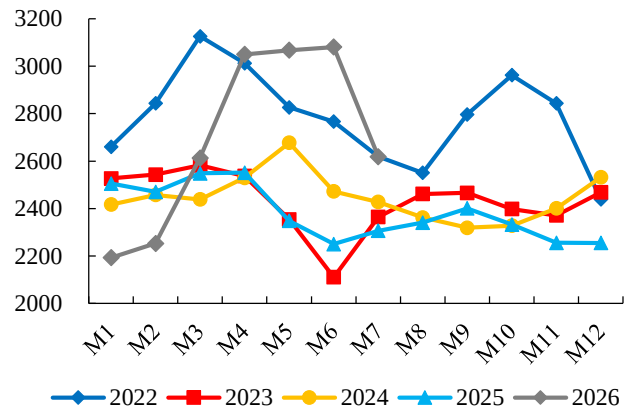
公司煤化工产品成本稳步下降，2026 年价格中枢上移，利润弹性值得期待。2025 年公司煤化工产能释放效率抬升，多数煤化工产品成本呈下降态势，石脑油、液蜡、乙二醇等诸多核心煤化工产品成本降幅大于价格，吨毛利明显抬升。2026 年 3 月以来受美伊冲突影响，多数煤化工产品价格显著上行，6 月中旬以来美伊和解预期下，己内酰胺、液蜡等产品价格受影响幅度有限。展望后市美伊临时停火结束，冲突反复，煤化工品价格中枢上移有支撑，公司 2026 年煤化工业绩弹性值得期待。

图51：2025 年公司甲醇吨毛利提升至 561 元/吨



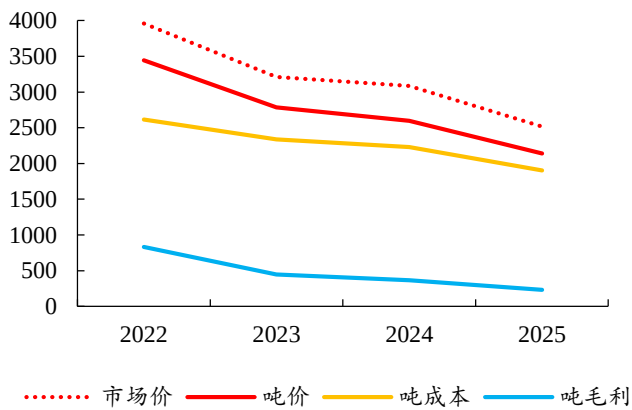
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图52：华东地区甲醇出厂价有望延续高位运行(元/吨)



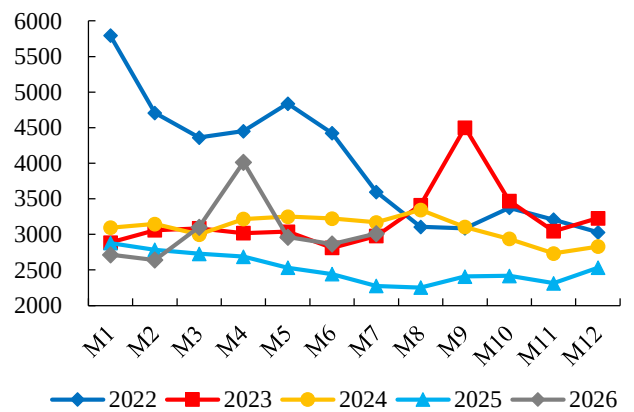
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：2025 年醋酸价格下行驱动吨利下行(元/吨)



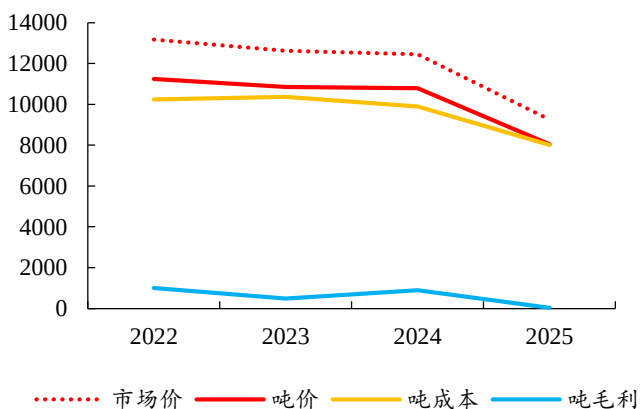
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图54：2026 年 7 月醋酸吨价同比+32%(元/吨)



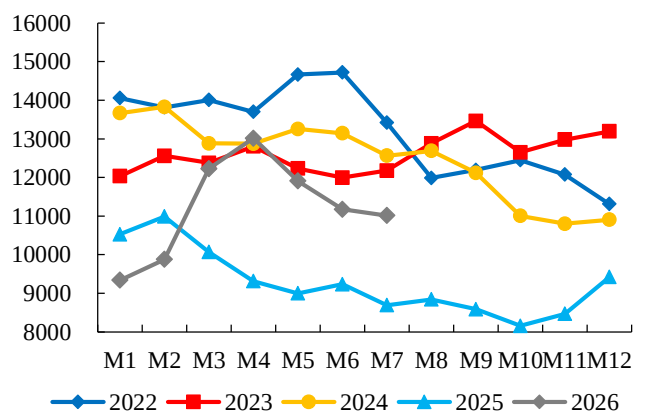
数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：2025 年己内酰胺价格下行吨利降至低点(元/吨)



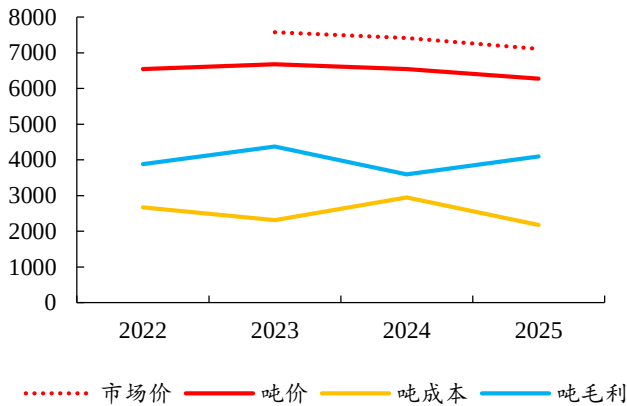
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图56：2026 年 3 月以来己内酰胺价格同比提高(元/吨)



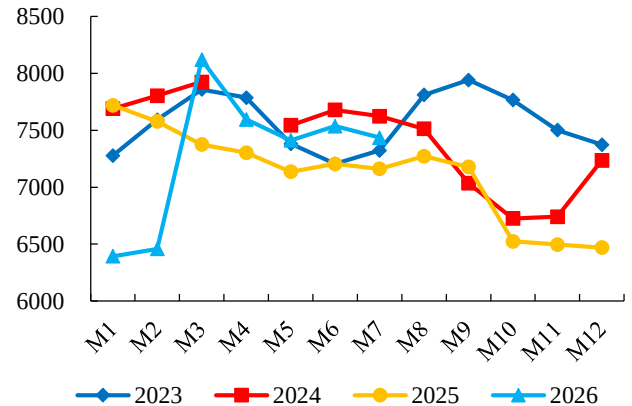
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：2025 年石脑油成本下行驱动吨利抬升(元/吨)



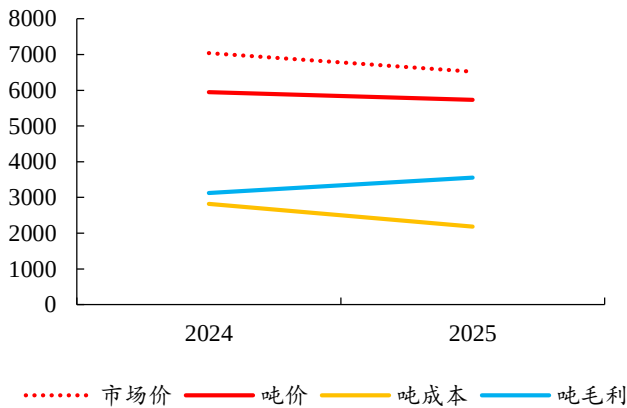
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图58：2026 年 7 月石脑油价格同比抬升(元/吨)



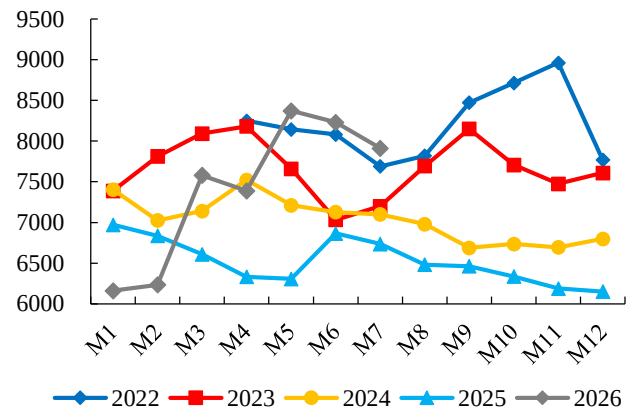
数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2025 年公司液蜡吨利上移(元/吨)



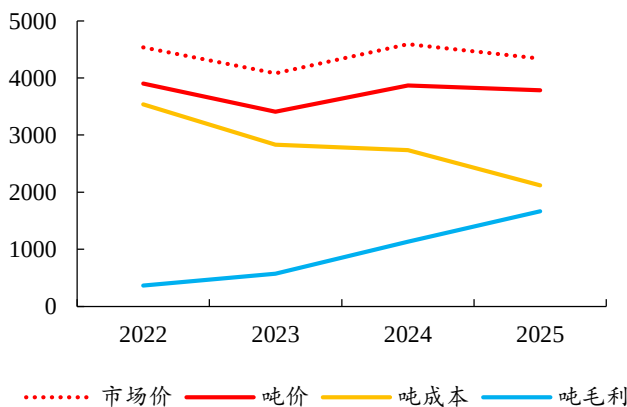
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图60：2026 年 3 月以来液蜡价格显著高于 2025(元/吨)



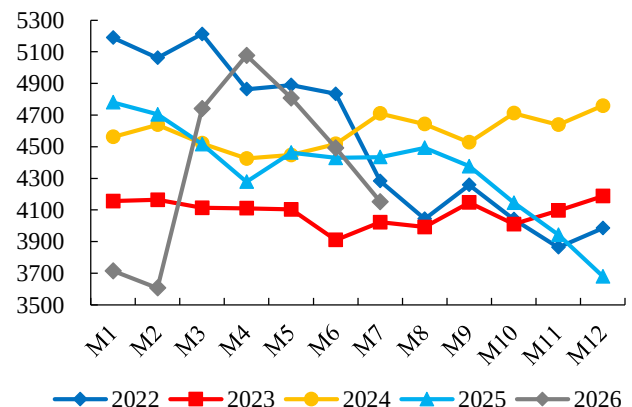
数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：2025 年公司乙二醇成本大幅下移(元/吨)



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图62：2026 年 7 月乙二醇价格略高于 2025 同期(元/吨)

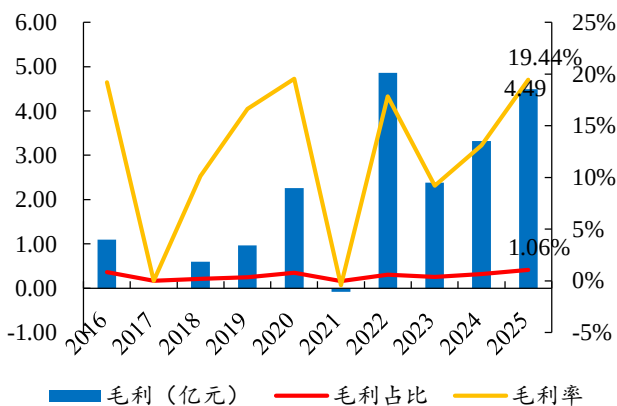


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、电力业务：集团优质资产注入，风光火储售一体化跨越式发展

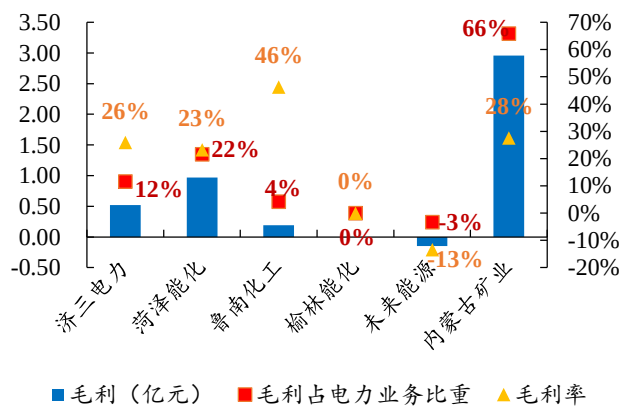
公司原有电力业务规模偏小，度电成本稳步下行，毛利率中枢上移。公司收购新能源集团及山能售电前，电力业务经营主体为济三电力、菏泽能化、内蒙古矿业，2025 年公司实现发电量 74.88 亿千瓦时，售电量 60.44 亿千瓦时，电力业务毛利 4.49 亿元，yoy+35.24%，毛利占公司总毛利比重仅 1.06%，毛利率受益于度电成本下降及售价上行驱动上行至 19.44%，yoy+6.35pct。整体看，原有电力业务体量偏小，但经营质量尚可。

图63：2025 年公司电力业务毛利占总毛利仅 1.06%



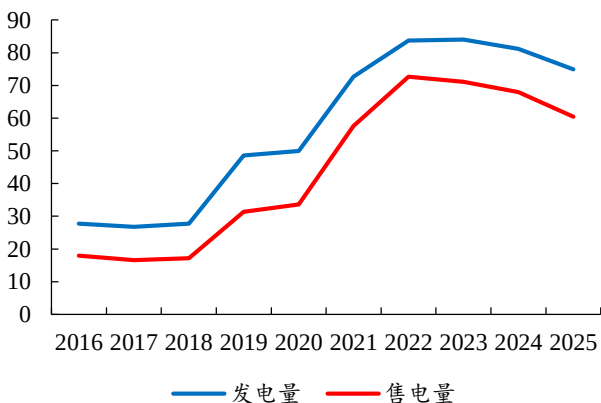
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图64：内蒙古矿业子公司贡献电力业务核心毛利



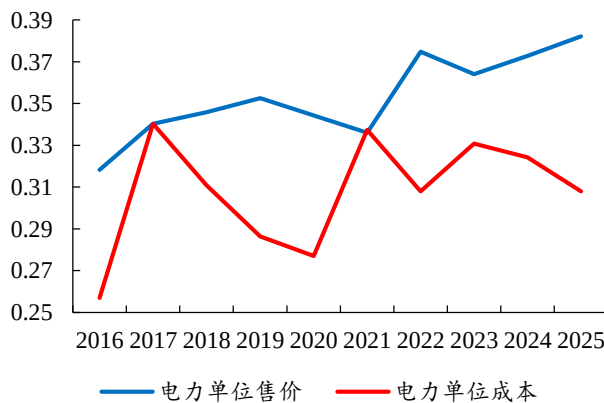
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图65：2025 年公司售发电量有所下降（亿千瓦时）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

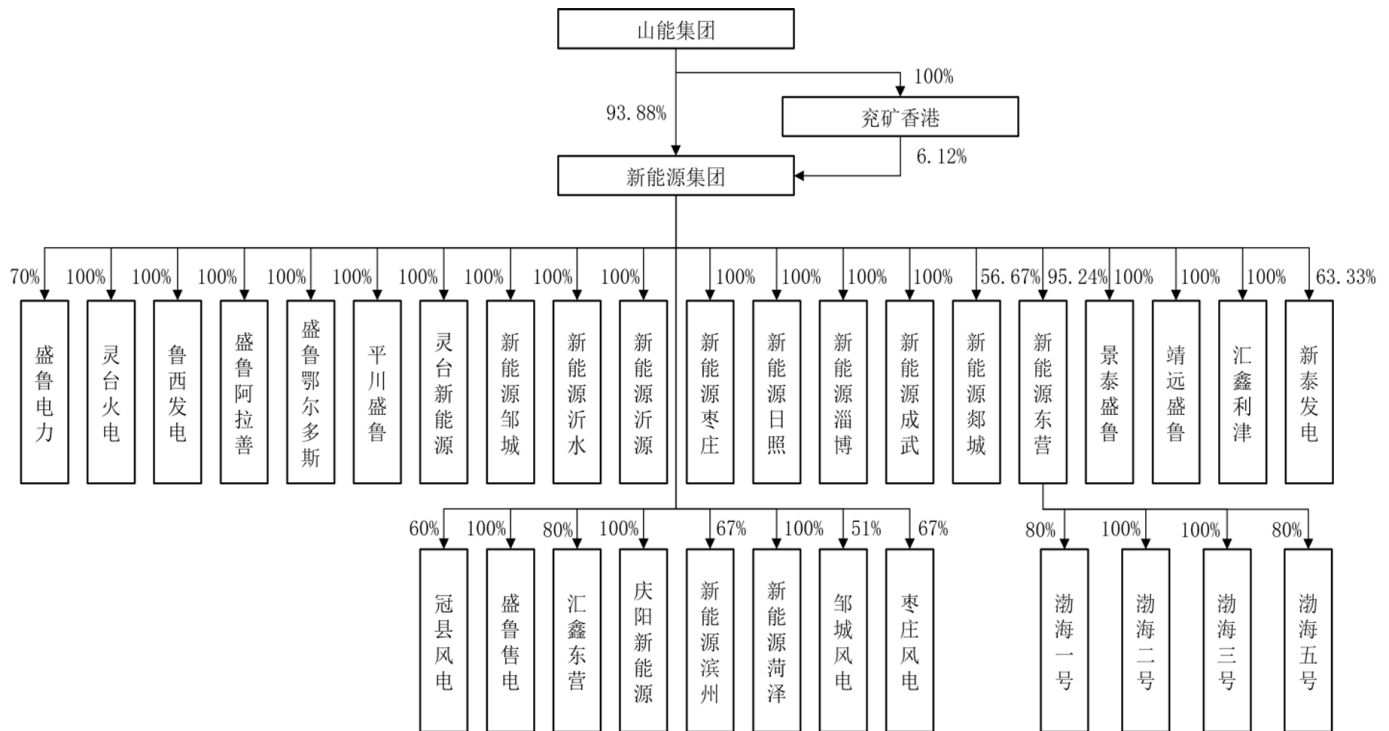
图66：2025 年电力单位成本下降（元/千瓦时）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

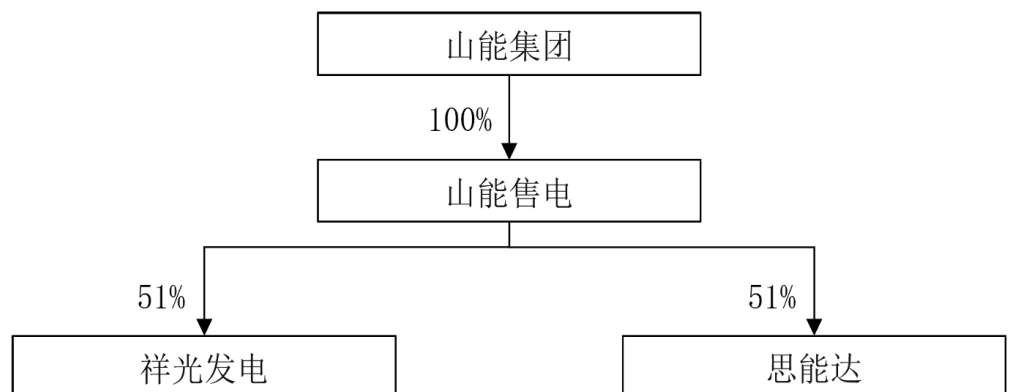
拟 164 亿元收购山能集团优质电力资产，风光火储售一体化布局跨越式进展。2026 年 6 月 3 日公司公告拟 164.15 亿元现金收购控股股东山能集团旗下电力资产，其中出资 155.70 亿元收购新能源集团 100% 股权、8.45 亿元收购山能售电 100% 股权。本次收购资产为山能集团高盈利性、高成长性的成熟电力资产（涵盖风、光、火、储、售），实现电力业务快速扩张布局，打通煤炭、火电、新能源、售电全链条经营，构建“火电兜底、风光成长、储能调节、售电贯通”电力资产多能互补体系，有助于提高公司经营业绩、优化盈利结构、平滑周期波动，实现业务协同发展。

图67：公司拟出资 155.70 亿元收购新能源集团 100% 股权



资料来源：公司公告

图68：山能售电共有 2 家直接控股子公司



资料来源：公司公告

收购带来电力业务体量跨越式增长，优质资产助推盈利体量提升。体量方面，本次收购为公司发电装机规模带来 12012 兆瓦增量，其中已运行发电项目 8808 兆瓦，占比 73%，已运行发电项目中火、风、光装机规模占比分别为 43%、21%、9%，2025 年发电量占比分别为 82%、17%、1%，火电贡献核心发电量。在建未并网项目 3204 兆瓦，其中火电项目占比 82%。此外，新能源集团仍有 1240 兆瓦已获得相关审批的风光发电项目储备（其中风电 930 兆瓦）。收购标的 2025 年发电量 229 亿千瓦时，可为公司带来 306% 的发电量提升。**财务方面**，收购标的 2025 年净利润、归母净利润 11.61、9.58 亿元，占公司 2025 年 8.16%、11.43%，ROE 为 9.95%（公司为 9.16%）。2026 年 1-5 月标的归母净利润已超 5 亿元，2026 全年归母净利润有望超 2025 年。

表10：本次收购为公司发电装机规模带来 12012 兆瓦增量

项目类型	装机规模（兆瓦）				2025 年发电量	2025 年售电量
	已商运	已并网未商运	在建未并网	合计	（亿千瓦时）	（亿千瓦时）
火力发电	5200	0	2640	7840	187	172
风力发电	1401	1100	564	3065	39	38
光伏发电	457	650	0	1107	3	3
合计	7058	1750	3204	12012	229	213

数据来源：公司公告，开源证券研究所

注：装机规模中山能售电贡献 6 兆瓦已商运光伏发电，1320 兆瓦在建未并网火力发电

表11：公司所收购电力资产 2025 年合计归母净利润达 9.58 亿元

项目	金额/数值	备注
收购总对价	164.15 亿元	收购控股股东山东能源权属优质电力资产
收购一：新能源集团 100%股权	155.7 亿元	主营业务：火电、风电、光伏等发电业务
收购二：山能售电 100%股权	8.45 亿元	主营业务：电力销售、发电业务等
标的合计营业收入	77.58 亿元	占兖矿能源 2025 年度相应指标的 5.35%
标的合计净利润	11.61 亿元	占兖矿能源 2025 年度相应指标的 8.16%
标的合计归母净利润	9.58 亿元	占兖矿能源 2025 年度相应指标的 11.43%
标的资产整体净资产收益率	9.95%	兖矿能源 2025 年为 9.16%

资料来源：公司公告、公司公众号，开源证券研究所

火电资产：项目优质，电力布局之基石。公司本次收购电力资产中火电已运行装机规模 5200 兆瓦，在建 2640 兆瓦，发电占收购资产比重超 80%，核心火电厂为盛鲁电力（内蒙古）、灵台火电（甘肃）、鲁西发电（山东），盛鲁、灵台电厂分别为蒙电入鲁、陇电入鲁国家特高压通道核心配套项目，拥有明确的跨区送电通道和消纳保障，项目优质。三大电厂均采用大容量、高参数超超临界机组，容量电价覆盖火电固定成本，高效率机组降低发电可变成本，90%所需煤炭为内部供应，经营稳健，为公司贡献稳定盈利。

表12：本次收购的火电资产中盛鲁、灵台电厂分别为蒙电入鲁、陇电入鲁国家特高压通道核心配套项目

收购标的	下属公司	项目	地点	类型	项目状态	装机规模
新能源集团	盛鲁电力	内蒙古盛鲁电厂一期 2×1000MW 超超临界空冷机组发电工程项目	内蒙古鄂尔多斯市	火电	已商运	2000MW
新能源集团	灵台火电	陇东至山东特高压直流输电工程配套扩容升 级山东能源灵台 2×1000 兆瓦调峰煤电项目	甘肃平凉	火电	已商运	2000MW
新能源集团	鲁西发电	山东鲁西发电有限公司 2×60 万千瓦 煤炭地下气化发电工程项目	山东济宁	火电	已商运	1200MW
已发电合计						5200MW
新能源集团	新泰发电	新泰 2×60 万千瓦级燃煤发电项目	山东泰安	火电	在建未并网	1320MW
山能售电	祥光发电	山东能源聊城祥光 2×66 万千瓦热电联产项目	山东聊城	火电	在建未并网	1320MW
在建项目合计						2640MW

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

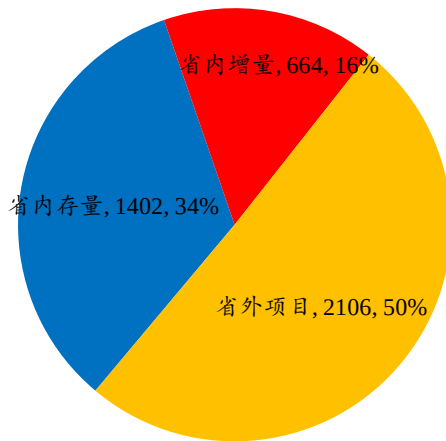
新能源资产：风电核心资产为主，项目优质贡献高毛利，持续成长打造“第二增长曲线”。公司本次收购新能源资产以风电为主，**区域分布看**，山东省内项目装机 2066MW（以 2025 年 6 月 1 日划分，存量 1402MW，增量 664MW），存量项目执行期内机制电价 0.3949 元/千瓦时，增量项目 2026 年竞价机制电价 0.319 元/千瓦时。省外项目 2106MW，为蒙、陇电入鲁跨省特高压通道配套项目，不参与机制电价竞价且消纳有保障。**资产质量看**，风电项目位于山东渤中、蒙西及甘肃等风力资源优质地区，在运风电项目等效利用小时数显著高于 1979 小时全国平均水平（盛鲁鄂尔多斯风电项目 2025 年达 2837 小时），项目综合毛利率超 40%，发电量及成本优势显著。**资产成长性看**，风电项目已并网未商运、在建未并网、拟新建装机分别为 1100、564、930MW，高效低成本高毛利优势明显，持续成长。

表13：收购资产风电项目全部来自新能源集团，其中已商运 1401MW，已并网未商运 1100MW

下属公司	项目	地点	类型	项目状态	装机规模
渤海一号	山东能源渤中海上风电 A 场址工程项目	山东东营	风电	已商运	501MW
渤海二号	山东能源渤中海上风电 B 场址工程项目	山东东营	风电	已商运	399.5MW
盛鲁阿拉善	山东能源上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基 地 400MW 风电项目	内蒙古阿拉善	风电	已商运	400MW
盛鲁鄂尔多斯	山东能源内蒙杭锦旗伊和乌素风电场 100MW 工程	内蒙古鄂尔多斯	风电	已商运	100MW
渤海三号	山东能源渤中海上风电 G 场址工程项目	山东东营	风电	已并网未商运 /在建未并网	400.4MW /163.8MW
景泰盛鲁	山能“陇电入鲁”配套白银新能源基地景泰岗东梁 西 200MW 风电场项目	甘肃白银	风电	已并网未商运	200MW
景泰盛鲁	山能“陇电入鲁”配套白银新能源基地景泰红山 100MW 风电场项目	甘肃白银	风电	已并网未商运	100MW
靖远盛鲁	山能“陇电入鲁”配套白银新能源基地靖远北滩 300MW 风电场项目	甘肃白银	风电	已并网未商运	300MW
汇鑫利津	山东能源渤中海上风电基地 B1 项目	山东东营	风电	已并网未商运	100MW
冠县风电	山东能源电力集团冠县一号风电项目	山东聊城	风电	在建未并网	400MW
-	新能源集团已取得核准或备案拟建风电项目	-	风电	拟建	930MW

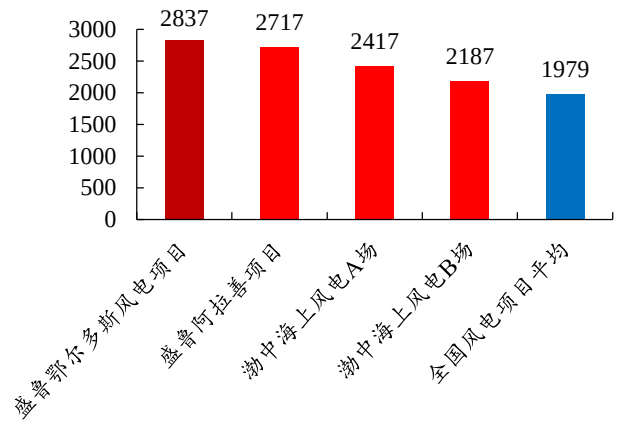
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图69：风电资产省外项目装机占比 50%



数据来源：Wind、公司公告、公司公众号、开源证券研究所

图70：在运风电项目等效利用小时数显著高于全国平均



数据来源：Wind、公司公告、公司公众号、开源证券研究所

售电资产：山能售电打通电力全链条经营，统筹资源优势明显，助力公司迈向综合能源服务商。公司本次收购的山能售电主营业务为电力销售及发电，山能售电已形成“中长期合约+现货套利+偏差管控+综合能源增值服务”多元盈利模式，可统筹发电侧、售电侧、用能侧全链条资源，助力公司实现“发电—售电—终端用能”全链条经营，与传统纯中介售电模式相比差异化竞争优势显著。此外山能售电具备绿证交易等相关资质、经验，有望在碳中和背景下进一步打开终端市场、灵活开展电力长协、现货、绿电交易，助力公司迈向综合能源服务商。

表14：山能售电下属公司火电项目在建未并网装机规模达 1320MW

下属公司	项目	地点	类型	项目状态	装机规模
祥光发电	山东能源聊城祥光 2×66 万千瓦热电联产项目	山东聊城	火电	在建未并网	1320MW
思能达	5.7MWp 分布式光伏发电项目	山东泰安	光伏	已商运	5.7MW

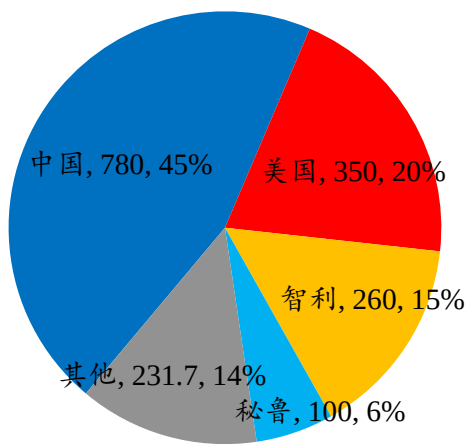
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

5、其他业务：钼供需缺口扩大持续景气，物流分拆上市发展提速

5.1、非煤矿山：全球钼资源稀缺景气，公司建设提速贡献远期利润

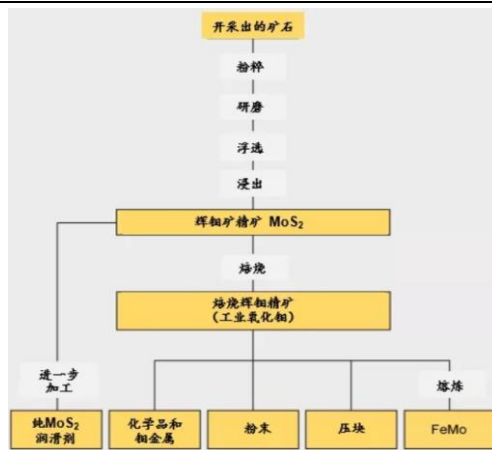
全球钼资源稀缺，凭借优良属性应用广泛。钼属于稀缺金属，在地壳中平均含量仅 0.00011%，据国际钼协会(IMOA)，2025 年全球钼储量约 1721.7 万吨（其中中国 780 万吨全球第一，占比 45%），被我国《全国矿产资源总体规划（2021—2025 年）》列为战略性矿产。钼初次消费结构包括钼金属、钼合金、钼化学品，钼金属及合金具备高温下强度高、高导热性和导电性、低热膨胀系数等独特性能，钼化学品可用于催化剂、润滑剂、光敏材料、半导体等。2025 年钼初次消费结构中钼合金合计占比达 81%（工程钢、不锈钢、铸件、工具钢、镍合金），钼化学品占比达 13%，钼金属占比 6%。从终端需求结构看，钼应用极其广泛，囊括石油、化工、机械、汽车、交运、建筑、电子、医疗、消费等诸多方向。

图71：2025 年中国钼储量 780 万吨，占比 45%



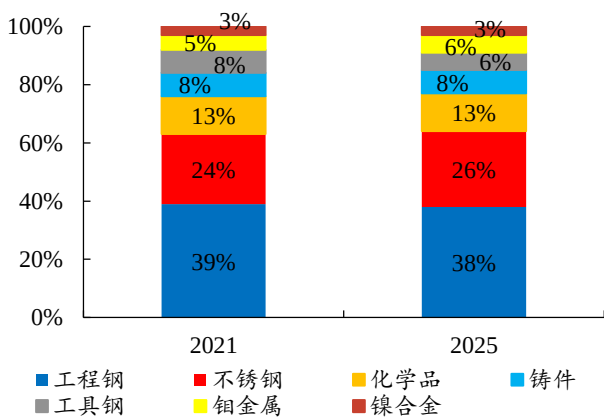
数据来源：IMOA、开源证券研究所

图72：钼矿加工工艺成熟



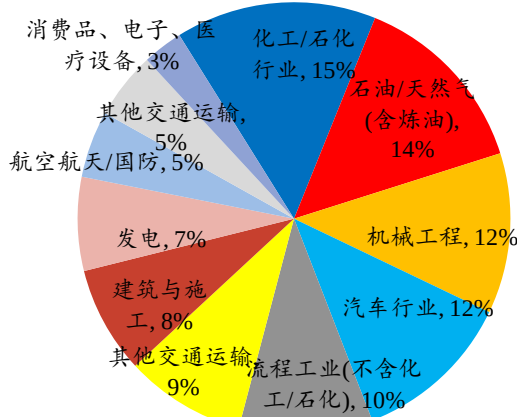
资料来源：IMOA

图73：2025 年钼初次消费结构中钼合金占比达 81%



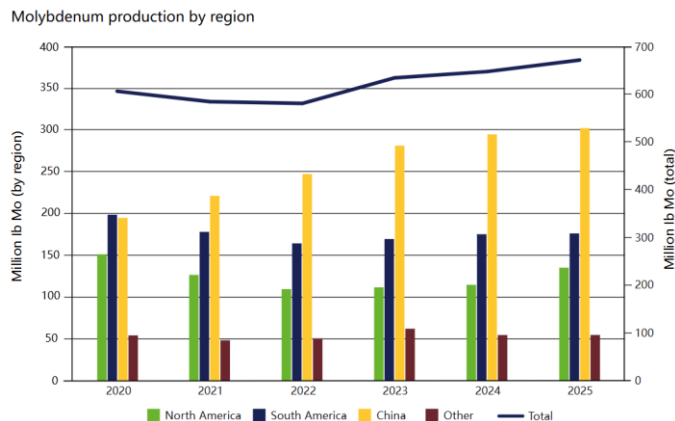
数据来源：IMOA、开源证券研究所

图74：钼终端需求多元，持续成长

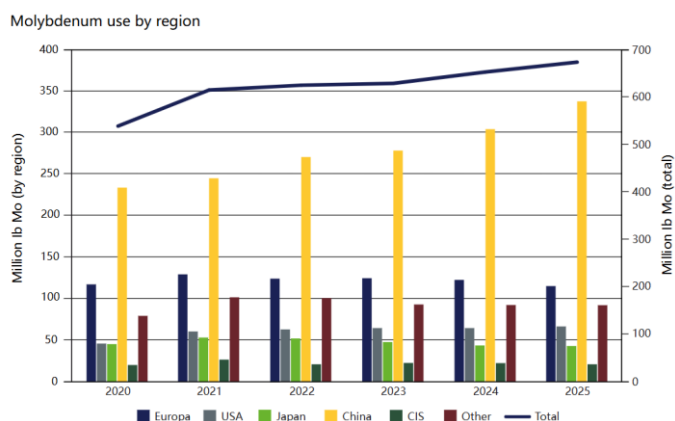


数据来源：IMOA、开源证券研究所；注：2024 年数据

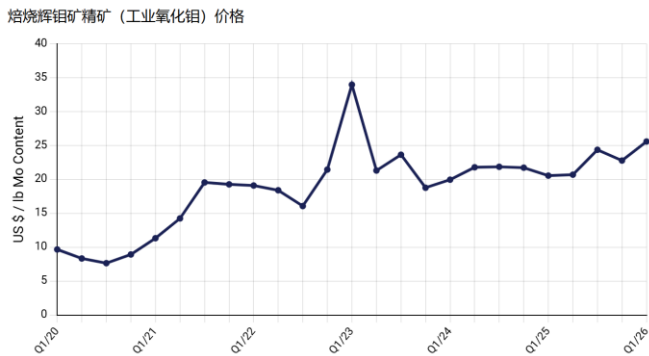
全球钼需求旺盛，2026 年供需缺口扩大。据 IMOA，2025 年全球钼产量、消费量分别为 6.73、6.72 亿磅，yoy 分别+4%、+3%，中国产量、消费量分别为 3.02、3.38 亿磅，yoy 分别+1%、+9%，中国为全球第一钼产消大国，产销量分别占全球 45%、50%。2026Q1 全球钼产消 yoy 分别+2%、+5%，中国钼产消 yoy 分别+5%、+7%。2026 年中国钼供需紧张格局随国内产量释放有所改善但仍偏紧，全球钼受需求提振驱动供需缺口进一步扩大。据 SMR 预测，受益于不锈钢、镍合金、钼金属需求拉动，至 2034 年钼在首次使用领域将持续实现强劲增长。终端需求看，传统领域国内钢铁高端化转型、航运复苏等驱动钼合金需求增长；新兴领域，风电、航空航天、电子需求增长动能强劲，钼价有望内外共振向上，截至 2026 年 7 月 22 日，国产 45%-50% 钼精矿价格上行至 5335 元/吨度，同比+33.88%。

图75：2025 年全球钼产量 6.73 亿磅，yoy+4%


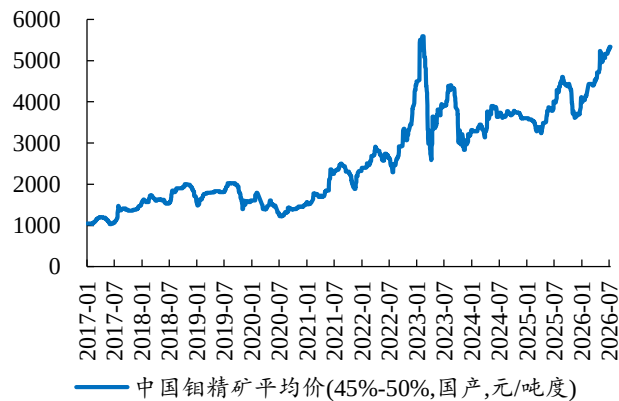
资料来源：IMOA

图76：2025 年全球钼消费 6.72 亿磅，yoy+3%


资料来源：IMOA

图77：国际钼精矿价格中枢持续上移(元/吨)


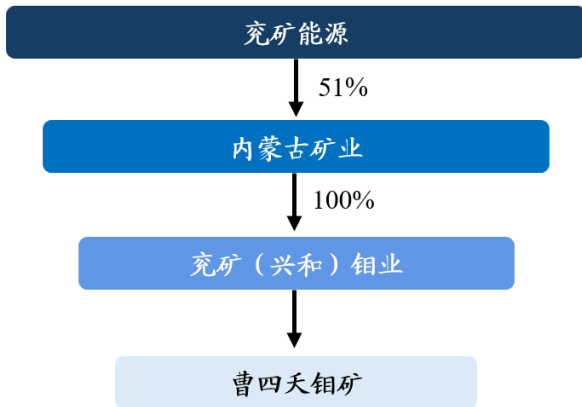
数据来源：IMOA

图78：国产 45%-50%钼精矿价格仅次于 2023 年高点


数据来源：Wind、开源证券研究所

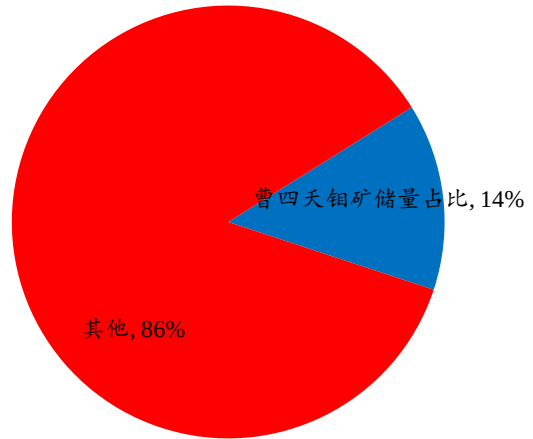
公司曹四夭钼矿资源量及成本优势显著，有望成为公司重要利润增长点。曹四夭钼矿坐落于内蒙古乌兰察布市兴和县，由子公司内蒙古矿业旗下兴和钼业主导推进。**资源优势：**曹四夭钼矿矿石资源量 10.35 亿吨，金属量 108.9 万吨（占我国储量约 14%），资源量居全国前列、内蒙古第一，平均品位 0.105%，并伴生有钨、锌等多种金属，设计产能原矿 1650 万吨/年，达产后钼精矿产量 3.08 万吨/年。**开采成本优势：**曹四夭钼矿埋藏浅、矿体厚、储量大、露天易开采，具备成本低、贫化损失小、开采条件好等优势。**进展推进：**2026 年 5 月自然资源部正式核发曹四夭钼矿采矿权、采矿许可证，项目正式进入开发阶段，预计 2028 年建成投产，钼价景气上行，公司进展快速推进，钼矿后续有望成为公司重要利润增长来源。**此外，**公司在加拿大拥有 6 个钾盐采矿权，对应优质氯化钾资源量达 17 亿吨，多元拓展非煤矿山布局。

图79：曹四夭钼矿隶属于子公司内蒙古矿业



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图80：曹四夭钼矿金属量占我国 14%



数据来源：IMO A、公司公告、开源证券研究所

表15：曹四夭钼矿项目达产后年产钼精粉 3.08 万吨

项目类别	具体指标	数值
基本信息	项目主体	内蒙古矿业兴和县曹四夭矿区钼矿（兴和钼业）
	地理位置	内蒙古自治区乌兰察布市兴和县
资源储量	钼矿石资源量	10.35 亿吨
	钼金属量	108.9 万吨
	原矿平均钼品位	0.105%
	伴生元素	钨、铅、锌、钨、金、银、硫等多种有价值元素
产能设计	原矿年处理能力	1650 万吨/年
	年产钼精粉	3.08 万吨
建设进度	采矿许可证领取通知	2026 年 2 月
	采矿权、采矿许可证正式核发	2026 年 5 月
	计划开工时间	2026H2
	建设周期	1.5-2 年
	计划投产时间	2027 年底/2028 年初联合试运行
	全面建成时间	2028 年
投资与盈利	项目总投资	约 97 亿元
	预计年净利润	约 24 亿元(假设钼精矿含税价 4000 元/吨度, 47%)

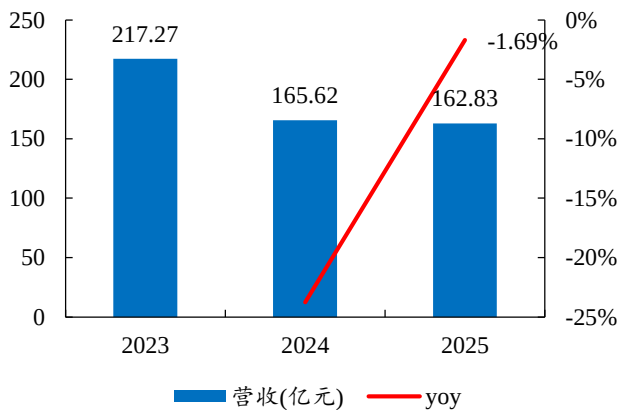
资料来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、物流业务：分拆物泊科技港股上市，物流布局进一步提速

公司物流业务经营稳健,持续扩容提级。2025 年公司物流业务营收 150.83 亿元, 占营收 10.41%, 毛利 4.23 亿元, 占毛利 0.99%。公司拥有自营铁路及集运站, 水运码头、航运船队, 构建铁路、公路、港航、园区、平台“五位一体”的现代物流服务体系。物流业务经营核心主体为宽矿物流、物泊科技。宽矿物流建成公铁水综合物流园区 12 个, 全年物流货物运量达 3.1 亿吨(公、铁、水分别为 1、1.5、0.5 亿吨)。

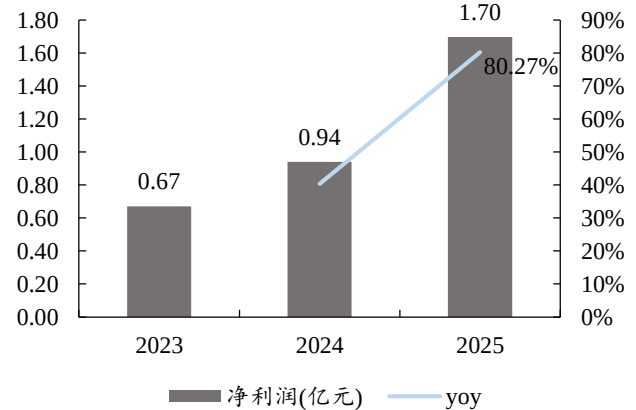
分拆物泊科技港股上市，物流布局进一步提速。物泊科技为我国黑色大宗商品智慧物流供应链服务提供商,“实体物流+数智平台”深度融合。据弗若斯特沙利文报告, 交易总额 GTV 口径下, 物泊科技为我国钢铁及冶金行业第一大、黑色大宗商品行业第三大智慧物流平台公司,2025 年运量突破 2.46 亿吨并成功开拓国际远洋航线。2025 年物泊科技营收 162.83 亿元, yoy-1.69%, 净利润 1.70 亿元, yoy+80.27%。2026 年 6 月 30 日物泊科技递交港股招股说明书, 本次分拆物泊科技港股上市募集资金将主要用于研发技术投入与平台迭代升级、数据中心建设、销售服务网络建设及市场拓展, 以及公司运营等用途, 物泊科技物流布局有望进一步提速。

图81：2025 年物泊科技营收 162.83 亿元



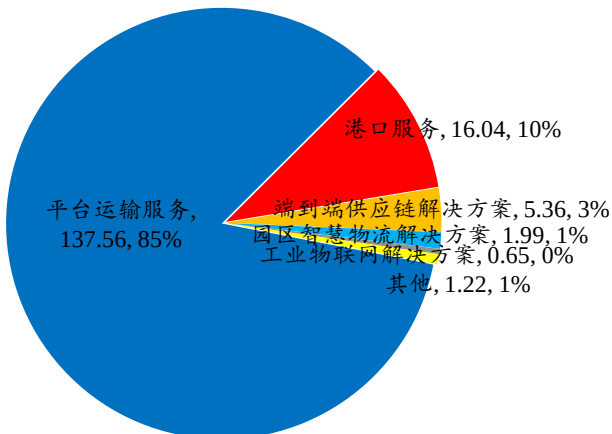
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图82：2025 年物泊科技净利润同比+80.27%



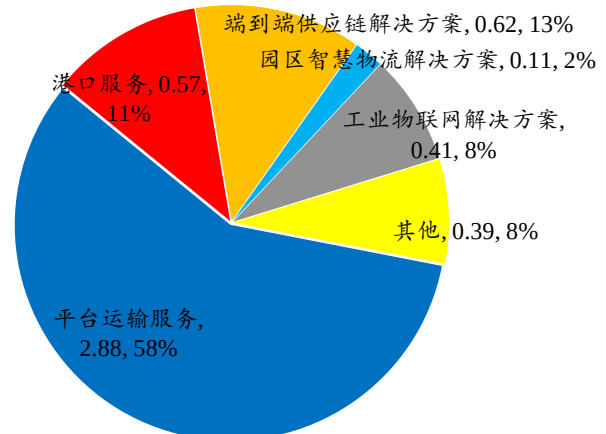
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图83：2025 年平台运输服务占物泊科技营收 85%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图84：2025 年平台运输服务占物泊科技毛利 58%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

公司背靠山能集团，煤矿遍布国内鲁陕蒙新及境外澳洲煤炭主产区，为国际化煤炭巨头。同时积极进行一体化能源布局，已形成煤炭、煤化工、电力新能源等主导产业。

煤炭业务：截至 2025 年末，JORC 规范下公司原煤可采储量合计 95.16 亿吨，2025 年公司已有煤炭产能超 2.4 亿吨/年，商品煤产量 1.82 亿吨（86%为动力煤），在建矿井持续补充，2030 年公司煤炭 3 亿吨年产能目标增量路径明晰。**价格方面**，（1）公司长协比例低于可比公司（2026 年预计为 26%），周期上行阶段业绩弹性优势明显；（2）公司海外商品煤销量占比 16%（兖煤澳大利亚主导），国际煤价无国内政策压制，美伊地缘反复背景下，国际煤价上行空间可观。**吨利方面**，2026Q1 公司吨煤毛利 174 元/吨，居可比公司平均水平，2026Q2 以来煤价中枢上移，公司国内吨煤成本下降，2026H2 煤炭量利齐升，业绩更值得期待。

煤化工业务：公司煤化工产品矩阵丰富，布局甲醇、煤制油、醋酸等二十余种化工品，且为甲醇等多个细分品种龙头。2025 年公司煤化工产量 977.5 万吨，2026 年有望超 1000 万吨，荣信化工、新疆能化 80 万吨/年烯烃项目分别预计于 2026 年底、2028 年投料试车，多个项目推进建设中，优质产能储备充足持续释放。美伊冲突反复，煤化工产品价格延续相对高位运行，2026 年煤化工业务量利齐升，业绩有望充分释放。

电力业务：集团优质资产注入，风光火储售一体化跨越式发展。公司原有电力业务规模偏小，2026 年 6 月 3 日公司公告拟 164.15 亿元现金收购控股股东山能集团旗下电力资产，打通煤炭、火电、新能源、售电全链条经营，为公司发电装机规模带来 12012 兆瓦增量（其中在建 3204 兆瓦），另有 1240 兆瓦备案储备，增量无忧。公司收购项目优质，有望贡献稳定利润。**火电项目**为大容量高参数超超临界机组，效率高成本低，且省外部分拥有国家特高压跨区输电通道和消纳保障。**风电项目**风场优质，在运风电项目等效利用小时数显著高于 1979 小时全国平均水平，项目综合毛利率超 40%，持续成长打造“第二增长曲线”。

其他业务：（1）钼矿：全球钼资源稀缺（中国占 45%），2026 年以来全球钼供需缺口扩大价格持续景气上行，截至 2026 年 7 月 22 日，国产 45%-50%钼精矿价格上行至 5335 元/吨度，同比+33.88%，逼近 2023 年高点。公司曹四夭钼矿资源量丰富，金属量 108.9 万吨（占我国储量约 14%），露天易开采，成本具备优势，预计 2028 年建成投产，达产后钼精矿产量 3.08 万吨/年，后续有望成为公司重要利润增长来源。

（2）钾盐矿：公司在加拿大拥有 6 个钾盐采矿权，对应优质氯化钾资源量达 17 亿吨，多元拓展非煤矿山布局。**（3）物流业务：**2026 年 6 月 30 日物泊科技递交港股招股说明书，分拆物泊科技港股上市，公司物流布局进一步提速。

2026 年煤炭周期上行，公司利润有望充分释放，鉴于煤价上行超预期，我们上调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 194.52/219.69/259.84（原 2026-2028 年预测分别为 164.35/179.42/195.00）亿元，EPS 分别为 1.94/2.19/2.59 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2/9.0/7.6 倍。公司为国际化煤炭巨头，低长协+海外业务共塑业绩高弹性，一体化能源布局，2026 年进入利润释放期，维持“买入”评级。

表16：公司成长性及估值优势兼备（2026 年 7 月 24 日收盘价）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601898.SH	中煤能源	13.67	1.35	1.55	1.64	1.73	10.1	8.8	8.3	7.9
601088.SH	中国神华	45.70	2.66	2.67	2.80	2.96	17.2	17.1	16.3	15.4
601225.SH	陕西煤业	24.70	1.73	2.10	2.23	2.34	14.3	11.8	11.1	10.6
601666.SH	平煤股份	7.69	0.09	0.52	0.60	0.69	82.2	14.9	12.8	11.1
000983.SZ	山西焦煤	6.29	0.21	0.51	0.56	0.59	29.7	12.4	11.3	10.7
601001.SH	晋控煤业	16.46	1.09	1.46	1.59	1.72	15.1	11.3	10.4	9.6
600546.SH	山煤国际	12.30	0.59	1.39	1.40	1.51	20.8	8.8	8.8	8.1
均值							27.1	12.2	11.3	10.5
600188.SH	兖矿能源	19.73	0.84	1.94	2.19	2.59	23.6	10.2	9.0	7.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除山煤国际、兖矿能源 EPS 及 PE 为开源证券研究所预测值外，其他公司 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预测

7、风险提示

（1）国际能源价格异常下行：国际原油、煤炭及天然气等能源价格超预期下行，影响传导至国内煤价，则影响公司盈利水平。

（2）煤价上涨不及预期：国内煤价上行不及预期，则对公司利润释放产生负面影响。

（3）生产安全事故：公司煤矿若遇严重生产安全事故，则面临停产整顿风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	102289	125505	102601	143572	119283
现金	41079	37428	42119	45687	52864
应收票据及应收账款	10745	10590	4525	15585	6010
其他应收款	3997	23016	7168	25903	9610
预付账款	4786	7319	4312	9392	4789
存货	7869	7565	7740	8863	8536
其他流动资产	33815	39587	36737	38142	37474
非流动资产	309614	327439	343418	351327	359869
长期投资	25660	26883	30755	34516	38332
固定资产	132689	142120	146392	148390	147426
无形资产	86428	103244	108235	113993	120211
其他非流动资产	64838	55192	58035	54428	53900
资产总计	411903	452944	446019	494899	479152
流动负债	134728	148937	129547	162794	126272
短期借款	8893	20958	20958	20958	20958
应付票据及应付账款	39409	43277	32962	68620	23026
其他流动负债	86426	84702	75627	73216	82287
非流动负债	127554	132911	117869	103126	86634
长期借款	79633	80064	67485	51511	35634
其他非流动负债	47921	52847	50384	51616	51000
负债合计	262282	281847	247417	265920	212905
少数股东权益	61749	70617	81882	94606	109654
股本	10040	10037	10037	10037	10037
资本公积	7739	16360	16360	16360	16360
留存收益	51560	48854	67913	89374	114794
归属母公司股东权益	87872	100480	116720	134373	156593
负债和股东权益	411903	452944	446019	494899	479152

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	25852	19485	69894	47241	53337
净利润	22066	14226	30718	34693	41032
折旧摊销	17239	17023	17793	19767	21266
财务费用	3137	4148	1333	601	-202
投资损失	-2505	-2245	-2426	-2426	-2426
营运资金变动	-16133	-13230	23360	-4362	-5377
其他经营现金流	2048	-437	-883	-1030	-956
投资活动现金流	-15458	-16951	-30260	-24314	-26372
资本支出	18551	18521	26117	25806	25047
长期投资	5424	1287	-3872	-3761	-3816
其他投资现金流	-2331	282	-271	5253	2491
筹资活动现金流	-9770	-7662	-34943	-19359	-19788
短期借款	4808	12065	0	0	0
长期借款	6105	431	-12579	-15974	-15877
普通股增加	2600	-2	-1	0	0
资本公积增加	7772	8621	0	0	0
其他筹资现金流	-31056	-28777	-22363	-3385	-3911
现金净增加额	537	-4809	4691	3568	7177

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	156672	144933	161951	177442	190541
营业成本	100361	102409	99973	109314	114110
营业税金及附加	7483	7095	7929	8687	9328
营业费用	4919	2886	2753	2928	2858
管理费用	10499	9829	10203	10646	10670
研发费用	3499	3398	3797	4160	4467
财务费用	3137	4148	1333	601	-202
资产减值损失	-131	-73	-81	-89	-95
其他收益	390	342	342	342	342
公允价值变动收益	-57	-4	-4	-4	-4
投资净收益	2505	2245	2426	2426	2426
资产处置收益	118	989	989	989	989
营业利润	28430	18435	39795	44943	53154
营业外收入	1008	469	469	469	469
营业外支出	611	478	478	478	478
利润总额	28827	18425	39785	44934	53144
所得税	6761	4199	9068	10241	12112
净利润	22066	14226	30718	34693	41032
少数股东损益	6571	5217	11266	12723	15048
归属母公司净利润	14425	8381	19452	21969	25984
EBITDA	50628	40880	60346	66873	75896
EPS(元)	1.44	0.84	1.94	2.19	2.59

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	4.4	-7.5	11.7	9.6	7.4
营业利润(%)	-23.1	-35.2	115.9	12.9	18.3
归属于母公司净利润(%)	-28.4	-41.9	132.1	12.9	18.3
获利能力					
毛利率(%)	35.9	29.3	38.3	38.4	40.1
净利率(%)	9.2	5.8	12.0	12.4	13.6
ROE(%)	14.7	8.3	15.5	15.2	15.4
ROIC(%)	10.9	7.0	13.2	14.5	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	63.7	62.2	55.5	53.7	44.4
净负债比率(%)	70.1	72.3	44.9	31.0	17.9
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	18.9	15.9	25.0	20.0	20.0
应付账款周转率	4.4	3.7	4.0	3.0	3.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.84	1.94	2.19	2.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.58	1.94	6.96	4.71	5.31
每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.15	8.76	10.52	12.74
估值比率					
P/E	13.7	23.6	10.2	9.0	7.6
P/B	3.1	2.8	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.2	9.6	6.1	5.4	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

37 / 39

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn