

公司研究

2024 年单吨净利同比显著提升，高端应用领域拓展改善公司产品结构

——明泰铝业（601677.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司 2024 年实现营业收入 323.21 亿元，同比+22.23%；实现归母净利润 17.48 亿元，同比+29.76%。2025 年 Q1 实现营业收入 81.24 亿元，同比+13.07%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比+21.46%。

点评：2024 年单吨净利同比显著提升。2024 年公司实现销量 146.72 万吨，同比增长 18.8%，单吨净利润 1191.7 元/吨，较 2023 年提升 100.5 元/吨，2024 年公司在新能源、电子家电、汽车及交通运输领域产品占比提高约 5Pct，产销量高增长的同时产品结构持续优化。分季度看，2024 年 Q1-Q4 公司产品单吨净利润分别为 1052.6/1904.4/893.3/907.0 元/吨。2025 年 Q1 公司铝板带箔产量为 38.46 万吨，同比增长 11.58%，销量为 37.49 万吨，同比增长 10.33%。

取消出口退税政策实施，销量未受显著影响。财政部、税务总局宣布自 2024 年 12 月 1 日起，取消铝材等产品出口退税。中国铝材加工产能占全球六成以上，在产业配套、工艺技术、成熟产业工人等方面具有较大优势，且外贸订单具有高端化及定制化属性，短期内无法寻找或建设替代产能，使国外市场对中国铝材出口有较大的依赖性。2024 年 12 月，公司铝板带箔产销数据仍可达 12 万吨以上，显示外贸客户对新的定价方式接受度较高。

电解铝纳入全国碳市场渐行渐近，再生铝受益明显。2024 年 3 月 15 日，生态环境部就铝冶炼行业的《企业温室气体排放核算与报告指南》和《企业温室气体排放核算技术指南》公开征求社会意见。我们认为电解铝排放核算指南的推出意味着国内电解铝行业距离纳入全国碳交易市场的时间趋近。IAI 统计，生产 1t 再生铝的二氧化碳排放量仅为 0.2t（而火电铝为 13 吨）。按照 2025 年 4 月 24 日全国碳排放配额收盘价 76 元/吨计算，每吨再生铝将节约碳税 972.8 元。

产能扩张进行时，产品结构持续改善。2025 年公司将建设高端热处理线，聚焦新能源、汽车材料、半导体、工业机器人及低空飞行等，探索汽车板、航空板等高端产品生产技术，积极开发相关产品，并扩大全铝立柱机器人本体、无人机屏蔽罩、散热器铝材、软包电池铝箔等相关领域产品规模，持续改善公司产品结构。

盈利预测、估值与评级：考虑公司产品结构升级，我们上调盈利预测，预计 2025/2026 年归母净利润为 20.4 亿元/22.7 亿元（较前次预测上调 1.4%/0.9%），新增 2027 年预测归母净利润为 24.8 亿元，2025 年-2027 年对应当前股价的 PE 估值分别为 7/7/6X，维持对公司的“增持”评级。

风险提示：铝价大幅波动风险；公司在建项目产能释放不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,442	32,321	35,778	38,596	40,636
营业收入增长率	-4.82%	22.23%	10.69%	7.88%	5.28%
净利润（百万元）	1,347	1,748	2,044	2,268	2,476
净利润增长率	-15.71%	29.76%	16.90%	10.97%	9.17%
EPS（元）	1.13	1.41	1.64	1.82	1.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.61%	10.11%	10.65%	10.68%	10.56%
P/E	11	9	7	7	6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-7

增持（维持）

当前价：12.15 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebscn.com

分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008

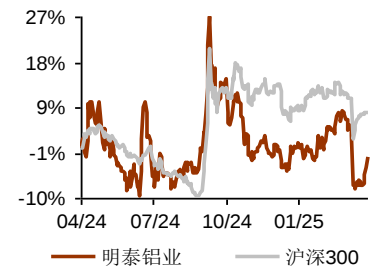
021-52523809

majun@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.44
总市值(亿元):	151.11
一年最低/最高(元):	10.69/16.45
近 3 月换手率:	96.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.21	0.67	-14.14
绝对	6.95	-0.90	-9.43

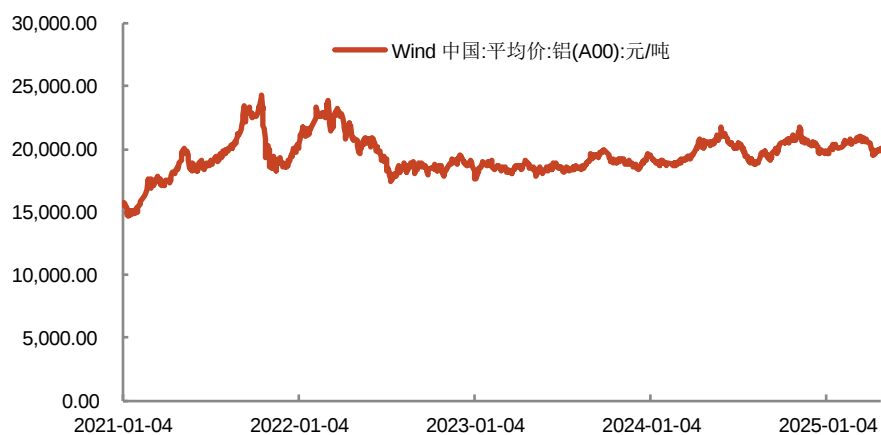
资料来源：Wind

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
主营业务收入	79.90	65.41	57.61	60.93	65.46	68.16	69.86	71.85	81.29	83.41	86.65	81.24
同比增长率	189.13%	104.80%	49%	74%	-18%	4%	21%	18%	24%	22%	24%	13%
毛利	8.65	4.35	4.17	7.59	7.29	7.39	2.73	7.93	11.07	7.84	(4.38)	5.39
毛利率	10.83%	6.64%	7.24%	12.46%	11.14%	10.84%	3.91%	11.04%	13.61%	9.39%	-5.06%	6.64%
销售费用	0.09	0.18	0.24	0.23	0.06	0.28	0.29	0.22	0.25	0.25	0.32	0.21
财务费用	-1.06	-0.73	0.29	0.25	-0.67	-0.04	-0.10	-0.26	-0.55	0.09	0.06	-0.21
管理费用	0.59	0.61	0.57	0.56	0.57	0.56	0.71	0.58	0.71	0.69	0.75	0.72
研发费用	3.00	2.80	1.25	3.13	3.30	3.51	0.90	4.15	3.94	4.61	(8.24)	0.84
期间费用率	3.29%	4.36%	4.07%	6.85%	4.99%	6.32%	2.58%	6.52%	5.36%	6.77%	-8.21%	1.93%
税前利润	6.72	2.50	2.75	4.13	4.99	3.96	1.51	4.00	7.97	3.70	3.74	4.98
归属母公司净利润	5.00	2.29	2.79	3.54	4.49	3.58	1.87	3.62	7.08	3.41	3.37	4.40
净利率	6.25%	3.50%	4.85%	5.80%	6.86%	5.25%	2.67%	5.04%	8.71%	4.09%	3.89%	5.41%
同比增长率	283%	84%	101%	247%	-10%	57%	-33%	2%	58%	-5%	81%	21%
扣非净利润	4.48	1.41	1.80	2.77	3.63	2.91	1.19	2.67	6.31	2.64	2.84	3.79
期末净资产	121	123	126	128	131	150	159	166	172	175	176	180
年化 ROE	16.55%	7.45%	8.84%	11.02%	13.68%	9.52%	4.68%	8.73%	16.51%	7.79%	7.66%	9.77%
存货/销售收入	12.29%	13.45%	16.78%	17.55%	16.04%	16.40%	14.81%	15.95%	15.67%	14.99%	14.32%	15.82%
带息负债	11.2	12.4	12.8	11.9	12.4	11.3	4.5	3.3	5.0	2.6	5.8	7.0
货币资金	43.5	45.1	18.8	16.2	26.3	31.6	30.7	17.7	13.5	8.3	15.6	19.9
资产负债率	39.70%	37.43%	33.33%	30.33%	34.62%	26.88%	24.95%	24.71%	26.27%	25.17%	24.55%	30.95%
存货金额	39.3	35.2	38.7	42.8	42.0	44.7	41.4	45.8	50.9	50.0	49.6	51.4
自由现金流	3.8	(0.1)	(15.0)	(6.3)	16.5	(9.3)	3.5	(6.6)	9.8	(6.9)	5.8	13.5
最新总股本 (亿股)	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44	12.44
摊薄 EPS(元/股)	0.402	0.184	0.225	0.284	0.361	0.288	0.150	0.291	0.569	0.275	0.271	0.354

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 1：电解铝价格



资料来源：WIND，光大证券研究所，截至 2025 年 4 月 25 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,442	32,321	35,778	38,596	40,636
营业成本	23,942	30,076	33,094	35,586	37,385
折旧和摊销	661	695	674	690	706
税金及附加	161	180	218	235	248
销售费用	86	105	118	127	134
管理费用	239	273	326	351	370
研发费用	1,084	446	501	540	569
财务费用	-55	-66	-53	-71	-91
投资收益	21	102	20	20	20
营业利润	1,460	1,963	2,284	2,539	2,776
利润总额	1,459	1,941	2,282	2,537	2,774
所得税	110	191	228	254	277
净利润	1,349	1,750	2,054	2,283	2,496
少数股东损益	2	2	10	15	20
归属母公司净利润	1,347	1,748	2,044	2,268	2,476
EPS (元)	1.13	1.41	1.64	1.82	1.99

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	666	663	801	1,164	1,434
净利润	1,347	1,748	2,044	2,268	2,476
折旧摊销	661	695	674	690	706
净营运资金增加	766	1,482	2,032	1,868	1,765
其他	-2,109	-3,263	-3,949	-3,662	-3,514
投资活动产生现金流	-586	-2,498	-612	-355	-330
净资本支出	-213	-445	-350	-350	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-373	-2,053	-262	-5	20
融资活动现金流	1,091	40	-29	-296	-287
股本变化	223	51	0	0	0
债务净变化	-825	131	31	-160	-136
无息负债变化	-193	296	188	-97	-118
净现金流	1,194	-1,788	160	513	816

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.5%	6.9%	7.5%	7.8%	8.0%
EBITDA 率	7.9%	7.8%	8.0%	8.2%	8.4%
EBIT 率	5.4%	5.7%	6.1%	6.4%	6.6%
税前净利润率	5.5%	6.0%	6.4%	6.6%	6.8%
归母净利润率	5.1%	5.4%	5.7%	5.9%	6.1%
ROA	6.4%	7.5%	8.1%	8.4%	8.5%
ROE (摊薄)	8.6%	10.1%	10.6%	10.7%	10.6%
经营性 ROIC	10.0%	11.0%	11.6%	12.1%	12.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	25%	23%	21%	19%
流动比率	2.68	2.80	3.14	3.47	3.87
速动比率	1.84	1.87	2.05	2.19	2.40
归母权益/有息债务	34.70	29.73	31.32	46.85	73.91
有形资产/有息债务	45.98	38.93	40.36	58.47	89.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	21,243	23,324	25,449	27,239	29,218
货币资金	3,073	1,557	1,789	1,930	2,429
交易性金融资产	1,044	2,797	2,797	2,792	2,787
应收账款	1,279	1,705	2,125	2,293	2,414
应收票据	1,950	2,366	2,862	3,474	4,064
其他应收款 (合计)	9	8	13	15	15
存货	4,140	4,964	5,928	7,078	8,176
其他流动资产	1,060	858	876	890	900
流动资产合计	13,236	14,921	17,093	19,203	21,539
其他权益工具	422	422	422	422	422
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5,134	5,438	4,976	4,517	4,055
在建工程	704	173	243	294	333
无形资产	421	558	596	628	665
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	1,233	1,695	1,971	1,971	1,971
非流动资产合计	8,007	8,403	8,355	8,036	7,679
总负债	5,299	5,726	5,945	5,688	5,434
短期借款	451	582	613	453	317
应付账款	854	812	894	961	1,010
应付票据	2,292	2,015	1,986	2,135	2,243
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	832	996	996	996	996
流动负债合计	4,940	5,330	5,443	5,530	5,572
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	265	290	324	352	373
非流动负债合计	359	396	430	458	478
股东权益	15,943	17,598	19,504	21,551	23,785
股本	1,192	1,244	1,244	1,244	1,244
公积金	6,747	7,087	7,291	7,328	7,328
未分配利润	7,719	9,297	10,989	12,984	15,197
归属母公司权益	15,645	17,302	19,198	21,230	23,443
少数股东权益	299	296	306	321	341

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.33%	0.32%	0.33%	0.33%	0.33%
管理费用率	0.91%	0.85%	0.91%	0.91%	0.91%
财务费用率	-0.21%	-0.20%	-0.15%	-0.19%	-0.22%
研发费用率	4.10%	1.38%	1.40%	1.40%	1.40%
所得税率	8%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.13	0.12	0.19	0.21	0.23
每股经营现金流	0.56	0.53	0.64	0.94	1.15
每股净资产	13.12	13.91	15.44	17.07	18.85
每股销售收入	22.17	25.99	28.77	31.03	32.67

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	9	7	7	6
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.1	5.4	4.7	4.2	3.8
股息率	1.1%	1.0%	1.6%	1.7%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP