

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025 上半年公司实现营收 59.64 亿元，同比增长 20.87%，归母净利 5.7 亿元，同比增长 2.15%，扣非归母净利 5.4 亿元，同比下降 2.09%；单季度看，2025Q2 公司实现营收 30.59 亿元，同比增长 18.94%，环比增长 5.32%，归母净利润 3.04 亿元，同比下降 0.22%，环比增长 14.24%，扣非归母净利 2.92 亿元，同比下降 3.08%，环比增长 18.23%。

➤ **点评：产量持续爬坡，降本增效提升盈利空间。**量：公司产量已连续多年保持增长，2022 年实现铝热传输材料产量约 33.63 万吨，同比增长约 23.45%；2023 年实现产量约 38.76 万吨，同比增长 14.90%，2024 年产量约 43.86 万吨，同比增长约 13.17%。我们预计 2025 年公司预计实现产量 48-50 万吨。价：2025 年上半年铝锭均价 20317 元/吨，同比增长 2.62%，Q2 单季度铝锭均价 20196 元/吨，同比下降 1.66%，环比下降 1.22%。以上半年 23/24 万吨销量作为假设，公司铝热传输材料产品单吨加工费约为 6008/7050 元/吨。利：以上半年 23/24 万吨销量作为假设，公司铝热传输材料产品单吨毛利约为 3279/3422 元/吨，同比略有下降。公司上半年铝热传输板块整体毛利率 13.67%，同比下降 2.85pct。公司 2025 上半年整体净利率 9.57%，同比下降 1.56pct。

➤ **核心看点：复合材料壁垒高筑，加工费与良率抬升盈利水平，深度绑定龙头客户。**（1）**行业壁垒：**复合材料建厂投资壁垒、工艺壁垒与供应链壁垒高筑，具有投资规模大，工艺复杂难点众多、产品认证周期长等诸多限制，共同推动加工费刚性。（2）**良率优势：**公司核心加工环节引进先进设备，目前生产良率已达到 73%，未来有望进一步提升 1 至 2 个百分点。（3）**客户优势：**热交换领域，客户包括日本电装株式会社、德国马勒集团等全球知名汽配集团以及三花、银轮和纳百川等新能源领域热管理主流厂商；新能源汽车动力电池领域，公司客户包括锂电池精密结构件和汽车结构件领先厂商科达利及国内知名的动力类铝塑膜供应商上海紫江等知名企业。

➤ **重庆二期项目扩建，远期增量有保证。**公司根据市场情况对重庆二期投资项目进行变更，由“年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目”变更为“年产 45 万吨新能源汽车用高端铝板带箔智能化建设项目”。项目设计产能为 45 万吨，产品包括 15 万吨高端铝板带箔材料（原重庆二期）及 30 万吨热轧铝板带箔坯料（新扩建）。此次新增 30 万吨热轧坯料项目投产后将减大幅减少前端外购半成品铝锭/委外加工情况，将在成本上进一步节约，增厚单吨利润。

➤ **投资建议：**公司产量稳健增长，2027 年重庆二期项目投产有望降低成本进一步提升盈利空间，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 13.88、15.39、19.53 亿元，对应 8 月 18 日收盘价 PE 分别为 13/12/9X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**加工费大幅波动，项目进展不及预期，海外地缘风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,878	12,705	14,560	16,358
增长率（%）	17.1	16.8	14.6	12.3
归属母公司股东净利润（百万元）	1,218	1,388	1,539	1,953
增长率（%）	35.4	14.0	10.9	26.9
每股收益（元）	1.22	1.39	1.54	1.96
PE	15	13	12	9
PB	3.35	2.83	2.42	2.05

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.54 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作葵

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1. 华峰铝业 (601702.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：产量持续爬坡，业绩稳步增长-2025/04/22

2. 华峰铝业 (601702.SH) 2024 年三季报点评：产量目标增长明确，业绩稳步提升-2024/10/30

3. 华峰铝业 (601702.SH) 2024 年半年报点评：产销量增长明确，业绩再创新高-2024/08/01

4. 华峰铝业 (601702.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：乘新能源车东风，龙头客户与规模优势形成良性循环-2024/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,878	12,705	14,560	16,358
营业成本	9,120	10,739	12,348	13,631
营业税金及附加	42	48	55	62
销售费用	74	64	99	111
管理费用	132	154	176	198
研发费用	219	196	218	239
EBIT	1,389	1,505	1,663	2,117
财务费用	2	38	45	45
资产减值损失	-18	-10	-8	-6
投资收益	-1	-1	-1	-2
营业利润	1,383	1,596	1,769	2,244
营业外收支	-1	-0	0	0
利润总额	1,382	1,596	1,769	2,245
所得税	165	207	230	292
净利润	1,218	1,388	1,539	1,953
归属于母公司净利润	1,218	1,388	1,539	1,953
EBITDA	1,602	1,756	1,954	2,439

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	563	617	718	698
应收账款及票据	1,826	2,089	2,393	2,689
预付款项	79	104	122	131
存货	2,566	2,903	3,341	3,691
其他流动资产	1,278	1,262	1,600	1,746
流动资产合计	6,312	6,974	8,175	8,955
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,370	1,544	1,849	2,036
无形资产	164	159	155	150
非流动资产合计	1,948	2,997	3,707	3,687
资产合计	8,260	9,971	11,881	12,642
短期借款	1,075	1,460	2,081	1,323
应付账款及票据	761	1,059	1,218	1,307
其他流动负债	737	754	786	813
流动负债合计	2,573	3,274	4,085	3,443
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	154	156	156	156
非流动负债合计	154	156	156	156
负债合计	2,727	3,430	4,241	3,599
股本	999	999	999	999
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,533	6,541	7,640	9,043
负债和股东权益合计	8,260	9,971	11,881	12,642

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.08	16.80	14.60	12.35
EBIT 增长率	33.55	8.38	10.50	27.30
净利润增长率	35.44	13.98	10.89	26.86
盈利能力 (%)				
毛利率	16.16	15.48	15.19	16.67
净利率	11.20	10.93	10.57	11.94
总资产收益率 ROA	14.74	13.92	12.96	15.45
净资产收益率 ROE	22.01	21.22	20.15	21.59
偿债能力				
流动比率	2.45	2.13	2.00	2.60
速动比率	1.42	1.21	1.15	1.49
现金比率	0.22	0.19	0.18	0.20
资产负债率 (%)	33.02	34.40	35.69	28.47
经营效率				
应收账款周转天数	61.28	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	102.71	99.00	99.00	99.00
总资产周转率	1.32	1.27	1.23	1.29
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.39	1.54	1.96
每股净资产	5.54	6.55	7.65	9.06
每股经营现金流	0.75	1.40	0.98	1.65
每股股利	0.30	0.38	0.44	0.55
估值分析				
PE	15	13	12	9
PB	3.3	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	12.22	11.33	10.45	8.07
股息收益率 (%)	1.62	2.05	2.38	2.97

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,218	1,388	1,539	1,953
折旧和摊销	213	251	290	321
营运资金变动	-718	-302	-917	-690
经营活动现金流	745	1,393	975	1,643
资本开支	-140	-1,300	-1,000	-301
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-141	-1,301	-1,001	-303
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-259	387	621	-759
筹资活动现金流	-499	-38	127	-1,360
现金净流量	134	54	101	-20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048