

## 经营现金流环比改善，液冷市场前景广阔

——华峰铝业中报点评

### 核心观点

- **短期扰动业绩承压，多项经营指标环比改善。**25H1 受铝材出口退税政策与国际贸易摩擦影响，铝加工行业业绩短期承压，1-4 月规上企业营收同比+6.3%，利润同比-7.9%。公司在行业总体竞争加剧背景下，收入仍同比增长 20.87%，并有多项经营指标环比改善。净利润方面，25Q2 归母净利润 3.04 亿元同比-0.22%基本持平，环比 25Q1 的 2.66 亿元+14.24%；经营活动现金流方面，销售商品收到现金 25.25 亿元环比+35.97%，购买商品支付现金 20.44 亿元环比+5.31%，经营活动现金流净额 2.72 亿元，25Q1 为-3.02 亿元；净利率方面，25Q2 净利率 9.94%环比+0.77PCT；盈利质量方面，25Q2 ROE 为 5.24%环比+0.54PCT。从资产负债表来看，公司应收款与待抵扣进项税额减少，存货与预付款增加，同步印证经营性现金流持续改善。
- **坚持产品创新驱动，研发领域取得明显突破。**公司始终坚持研发驱动，在国际国内竞争加剧的背景下，通过加大产品创新力度积极应对。研发费用方面，25H1 公司投入资金 0.92 亿元虽有所减少，但是新取得国内发明专利 2 项，国内实用新型专利 7 项，较 24H2 投入产出比显著提升。与研发相关的政府补助方面，报告期内公司取得重点新材料首批次保险补贴 1336 万元，在该领域实现从无到有的突破；取得上海湾区高新技术企业补贴 116.8 万元，上年同期 14 万元。
- **持续优化产品结构，空调液冷具备长期潜力。**公司持续深耕以宽幅高强耐蚀复合水冷板、预埋钎剂材料为代表的战略新品，通过工艺路线优化、配方迭代升级方式，不断提升产品性能与市场适配度；加强攻关民用商业空调、液冷板等新兴领域产品，解决研发和推广过程中的技术痛点，加快项目验证落地。我们认为空调铝代铜、储能数据中心液冷、船形液冷板，都是铝热传输行业大趋势。其中储能液冷和船型液冷板或逐步放量，或对未来公司加工费提升带来正面影响。

### 盈利预测与投资建议

- 我们根据当前行业情况调整加工费及公司产能假设，调整 2025-26 年并新增 2027 年 EPS 预测分别为 1.35、1.77、2.18 元（原预测 2025-26 年 EPS 为 1.47、1.56 元），根据可比公司 2025 年市盈率估值情况，给予公司 2025 年 17 倍市盈率，目标价 22.95 元，维持买入评级。

### 风险提示

重庆工厂产能释放不及预期风险、铝板带箔加工费不及预期风险、行业产能释放过快的风险、宏观经济增速放缓、新应用领域拓展不及预期的风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,291	10,878	12,800	14,617	16,469
同比增长(%)	8.7%	17.1%	17.7%	14.2%	12.7%
营业利润(百万元)	1,013	1,383	1,471	1,933	2,382
同比增长(%)	40.0%	36.5%	6.3%	31.5%	23.2%
归属母公司净利润(百万元)	899	1,218	1,345	1,768	2,179
同比增长(%)	35.1%	35.4%	10.4%	31.5%	23.2%
每股收益(元)	0.90	1.22	1.35	1.77	2.18
毛利率(%)	15.9%	16.2%	16.0%	17.1%	18.1%
净利率(%)	9.7%	11.2%	10.5%	12.1%	13.2%
净资产收益率(%)	21.8%	24.2%	22.2%	24.1%	24.2%
市盈率	19.8	14.6	13.2	10.1	8.2
市净率	3.9	3.2	2.7	2.2	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

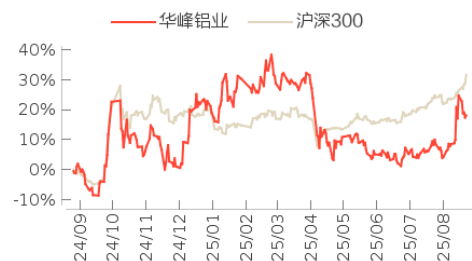
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年08月22日）	17.84 元
目标价格	22.95 元
52 周最高价/最低价	20.97/13.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	99,853/99,853
A 股市值（百万元）	17,814
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 08 月 24 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.31	7.92	10.84	19.13
相对表现%	-9.49	1.63	-1.02	-13.01
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



### 证券分析师

刘洋 021-63325888\*6084  
liuyang3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520010002  
香港证监会牌照：BTB487

### 联系人

李一涛 liyitao@orientsec.com.cn

### 相关报告

高端产品与技术创新双轮驱动，业绩继续稳步增长：华峰铝业 2024 年年度业绩预增公告点评	2025-01-27
迎风破浪，再创佳绩：——华峰铝业 2023 年三季度点评	2023-10-29
盈利彰显市场地位，估值空间有望打开：——华峰铝业 2023 年中报点评	2023-09-02

**表 1：可比公司估值（PE）**

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			PE		
			2025/8/22	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
鼎胜新材	603876	9.68	0.54	0.65	0.79	18.08	14.97	12.22
科达利	002850	132.46	6.61	8.05	9.74	20.04	16.44	13.60
亚太科技	002540	6.70	0.44	0.50	0.58	15.32	13.34	11.63
创新新材	600361	4.60	0.35	0.39	0.45	12.99	11.65	10.21
调整后平均						17.00	14.00	12.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	424	563	640	1,211	1,643	营业收入	9,291	10,878	12,800	14,617	16,469
应收票据、账款及款项融资	2,700	2,994	3,429	3,916	4,412	营业成本	7,812	9,120	10,747	12,120	13,493
预付账款	102	79	93	107	120	销售费用	71	74	87	86	86
存货	2,113	2,566	3,224	3,636	4,588	管理费用	119	132	155	148	158
其他	18	110	110	110	110	研发费用	231	219	258	251	259
<b>流动资产合计</b>	<b>5,356</b>	<b>6,312</b>	<b>7,496</b>	<b>8,979</b>	<b>10,872</b>	财务费用	26	2	30	41	45
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	45	29	24	1	4
固定资产	1,529	1,370	1,257	1,178	1,049	公允价值变动收益	5	(3)	(1)	(1)	0
在建工程	61	71	158	105	67	投资净收益	(6)	(1)	(2)	(3)	(3)
无形资产	170	164	160	155	150	其他	28	84	(25)	(32)	(39)
其他	67	343	343	343	343	<b>营业利润</b>	<b>1,013</b>	<b>1,383</b>	<b>1,471</b>	<b>1,933</b>	<b>2,382</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,827</b>	<b>1,948</b>	<b>1,918</b>	<b>1,780</b>	<b>1,609</b>	营业外收入	2	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>7,183</b>	<b>8,260</b>	<b>9,414</b>	<b>10,760</b>	<b>12,482</b>	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	1,180	1,075	1,200	1,075	1,075	<b>利润总额</b>	<b>1,014</b>	<b>1,382</b>	<b>1,470</b>	<b>1,933</b>	<b>2,381</b>
应付票据及应付账款	465	761	897	1,012	1,126	所得税	114	165	125	164	202
其他	812	737	583	440	222	<b>净利润</b>	<b>899</b>	<b>1,218</b>	<b>1,345</b>	<b>1,768</b>	<b>2,179</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,456</b>	<b>2,573</b>	<b>2,681</b>	<b>2,528</b>	<b>2,424</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	40	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>899</b>	<b>1,218</b>	<b>1,345</b>	<b>1,768</b>	<b>2,179</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	1.22	1.35	1.77	2.18
其他	162	154	154	154	154						
<b>非流动负债合计</b>	<b>202</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,659</b>	<b>2,727</b>	<b>2,835</b>	<b>2,682</b>	<b>2,578</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	999	999	999	999	999	营业收入	8.7%	17.1%	17.7%	14.2%	12.7%
资本公积	820	820	820	820	820	营业利润	40.0%	36.5%	6.3%	31.5%	23.2%
留存收益	2,640	3,658	4,704	6,203	8,028	归属于母公司净利润	35.1%	35.4%	10.4%	31.5%	23.2%
其他	66	56	56	56	56	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,525</b>	<b>5,533</b>	<b>6,579</b>	<b>8,078</b>	<b>9,903</b>	毛利率	15.9%	16.2%	16.0%	17.1%	18.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,183</b>	<b>8,260</b>	<b>9,414</b>	<b>10,760</b>	<b>12,482</b>	净利率	9.7%	11.2%	10.5%	12.1%	13.2%
						ROE	21.8%	24.2%	22.2%	24.1%	24.2%
						ROIC	15.3%	18.0%	17.9%	20.6%	21.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	37.0%	33.0%	30.1%	24.9%	20.7%
净利润	899	1,218	1,345	1,768	2,179	净负债率	32.0%	19.0%	14.2%	1.1%	0.0%
折旧摊销	194	203	180	191	202	流动比率	2.18	2.45	2.80	3.55	4.49
财务费用	26	2	30	41	45	速动比率	1.31	1.46	1.59	2.11	2.58
投资损失	6	1	2	3	3	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(802)	(464)	(979)	(792)	(1,344)	应收账款周转率	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3
其它	51	(215)	25	2	4	存货周转率	3.8	3.9	3.7	3.5	3.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>374</b>	<b>745</b>	<b>604</b>	<b>1,214</b>	<b>1,090</b>	总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
资本支出	(23)	(42)	(158)	(53)	(30)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.90	1.22	1.35	1.77	2.18
其他	(2)	(98)	(3)	(4)	(3)	每股经营现金流	0.37	0.75	0.60	1.22	1.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25)</b>	<b>(141)</b>	<b>(161)</b>	<b>(57)</b>	<b>(33)</b>	每股净资产	4.53	5.54	6.59	8.09	9.92
债权融资	(54)	(156)	(161)	(150)	(226)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	19.8	14.6	13.2	10.1	8.2
其他	(252)	(343)	(204)	(435)	(399)	市净率	3.9	3.2	2.7	2.2	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(306)</b>	<b>(499)</b>	<b>(366)</b>	<b>(585)</b>	<b>(625)</b>	EV/EBITDA	15.8	12.3	11.6	9.0	7.4
汇率变动影响	25	28	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.8	14.1	13.0	9.9	8.0
<b>现金净增加额</b>	<b>67</b>	<b>134</b>	<b>77</b>	<b>571</b>	<b>432</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。