

公司研究

量价齐升助力业绩同比增长，中期分红比例达到 40%

——云铝股份（000807.SZ）动态跟踪报告

要点

2025 半年报业绩同比增长：根据云铝股份 2025 半年报，公司实现营业收入 290.78 亿元，同比增长 17.98%；归母净利润 27.68 亿元，同比增长 9.88%。公司制定 2025 年中期利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.20 元（含税），派发现金红利占公司 2025 年半年度合并报表归属于上市公司股东的净利润的比例约为 40.10%。若按照 40% 分红比例、2025 年 WIND 一致预期归母净利润以及 9 月 19 日市值计算，当前股息率为 3.78%。

氧化铝价格下行叠加公司产品量价齐升支撑公司业绩增长。公司半年报业绩增长主要系公司产品量价齐升，公司 2025 上半年铝产品产量 161.32 万吨，同比增长 15.59%。2025H1 铝（A00）均价 20317.4 元/吨，同比增长 2.6%。同时原料端氧化铝价格下滑，也增厚公司业绩，截至 2025 年 6 月 30 日，国内氧化铝价格 3170 元/吨，较年初下滑 44.7%。

行业需求持续增长，电解铝价格仍具有韧性。根据阿拉丁预测，从 2025 年主要铝消费指标增速来看，预计铝材净出口、光伏、房屋建筑为拖累项。新能源汽车、输电线、空调等消费品有望保持较快增长，仍将发挥对铝消费增长的基础性作用。预计 2025 年国内铝消费总量 5435.49 万吨，同比 +1.46%，剔除出口产品后，预计国内铝消费同比增速 +3.06%。

资源拓展和项目建设有序推进，产业质量不断提升。资源获取多点开花，成功竞拍昭通太阳坝铝土矿普查探矿权，积极推进文山、鹤庆等探矿权的探转采，自有探矿权勘查和空白区找矿等工作。阳宗海 5 万吨铝资源综合利用项目顺利投产，云铝消鑫 3 万吨铝合金铸造生产线建成投产。

电解铝纳入全国碳市场渐行渐近。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查技术指南》公开征求社会意见。这一举措意味国内电解铝行业或即将纳入全国碳市场。据安泰科数据，使用火电生产电解铝的吨二氧化碳排放量约 13 吨，而使用水电生产吨二氧化碳排放量仅为 1.8 吨。火电铝后续将面临成本上行压力，或将推动电解铝企业内部进行节能降耗和水电铝的价格溢价。

盈利预测、估值与评级：鉴于铝价上涨，我们上调盈利预测，预计 2025/2026 年归母净利润为 61.9/69.2 亿元（较前次预测分别上调 3.9%、13.4%），新增 2027 年归母净利润预测为 75.9 亿元，对应当前股价 PE 分别为 11/10/9 倍。考虑电解铝纳入碳交易市场后绿色水电铝将享有一定溢价，维持对公司的“增持”评级。

风险提示：云南水电不足导致产量不及预期风险；铝价因需求不及预期回落风险。

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）	42,669	54,450	65,526	70,566	74,509
营业收入增长率	-11.96%	27.61%	20.34%	7.69%	5.59%
净利润（百万元）	3,956	4,412	6,188	6,919	7,590
净利润增长率	-13.41%	11.52%	40.27%	11.80%	9.71%
EPS（元）	1.14	1.27	1.78	2.00	2.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.37%	15.58%	18.70%	17.95%	17.06%
P/E	18	16	11	10	9
P/B	2.7	2.5	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-19

增持（维持）

当前价：20.06 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001
021-52523811

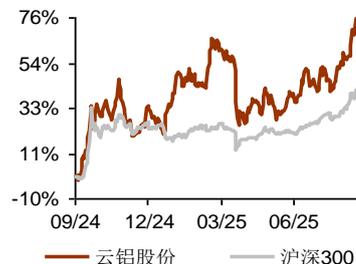
分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008
021-52523809
majun@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	34.68
总市值(亿元)	695.67
一年最低/最高(元)	11.96/21.16
近 3 月换手率	82.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.10	15.35	26.56
绝对	15.09	32.04	66.68

资料来源：Wind

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
主营业务收入	127.63	109.14	94.43	82.27	120.91	129.08	113.58	132.90	145.38	152.65	144.11	146.67
同比增长率	149.11%	103.57%	74%	42%	-5%	18%	20%	62%	20%	18%	27%	10%
毛利	17.58	11.26	14.87	12.46	17.42	22.70	16.29	21.37	19.75	14.65	14.35	26.55
毛利率	13.77%	10.31%	15.75%	15.15%	14.41%	17.59%	14.34%	16.08%	13.58%	9.60%	9.96%	18.10%
销售费用	0.19	0.18	0.10	0.09	0.13	0.14	0.09	0.09	0.10	0.12	0.09	0.03
财务费用	0.46	0.41	0.35	0.31	0.32	0.12	0.14	0.02	0.07	0.00	-0.08	0.00
管理费用	1.47	1.51	1.29	1.24	1.51	2.18	1.48	1.62	1.64	2.75	1.76	1.73
研发费用	0.23	0.16	0.06	0.06	0.15	1.71	0.07	0.29	0.42	1.48	0.13	0.22
期间费用率	1.83%	2.07%	1.90%	2.07%	1.74%	3.21%	1.57%	1.52%	1.53%	2.85%	1.32%	1.34%
税前利润	14.78	7.31	12.12	9.51	14.11	19.69	16.11	19.39	17.14	7.08	13.52	24.50
归属母公司净利润	10.98	8.05	8.85	6.30	9.90	14.51	11.64	13.55	13.01	5.92	9.74	17.93
净利率	8.60%	7.38%	9.37%	7.66%	8.19%	11.24%	10.25%	10.20%	8.95%	3.88%	6.76%	12.23%
同比增长率	-1149%	427%	1321%	-140%	-10%	80%	32%	115%	31%	-59%	-16%	32%
扣非净利润	10.74	6.25	8.80	6.11	9.84	14.56	10.35	13.53	12.94	5.76	9.70	17.86
期末净资产	249	253	263	265	277	292	306	312	317	321	333	348
年化 ROE	17.61%	12.74%	13.45%	9.52%	14.31%	19.84%	15.21%	17.36%	16.40%	7.36%	11.71%	20.63%
存货/销售收入	8.94%	8.97%	10.44%	12.29%	9.25%	7.85%	9.51%	8.78%	8.27%	8.71%	9.16%	8.92%
带息负债	68.0	65.3	61.8	48.9	44.8	44.7	41.0	40.2	37.2	29.4	29.0	26.6
货币资金	20.5	30.4	34.7	17.8	39.8	52.6	59.7	67.8	82.0	62.8	86.9	75.7
资产负债率	35.53%	35.29%	31.82%	27.74%	29.45%	25.60%	23.51%	23.35%	24.99%	23.28%	23.97%	21.95%
存货金额	45.6	39.2	39.4	40.4	44.7	40.5	43.2	46.7	48.1	53.2	52.8	52.3
自由现金流	14.5	15.2	13.5	6.5	21.6	9.8	8.8	16.9	27.1	10.1	14.8	18.4
最新总股本 (亿股)	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68	34.68
摊薄 EPS(元/股)	0.317	0.232	0.255	0.182	0.285	0.418	0.336	0.391	0.375	0.171	0.281	0.517

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,669	54,450	65,526	70,566	74,509
营业成本	35,923	47,244	55,578	59,475	62,469
折旧和摊销	1,735	1,770	1,762	1,806	1,841
税金及附加	357	385	524	565	596
销售费用	46	39	66	71	75
管理费用	621	749	917	988	1,043
研发费用	198	227	262	282	298
财务费用	110	23	95	51	-8
投资收益	-77	-5	50	50	50
营业利润	5,542	5,968	8,465	9,464	10,382
利润总额	5,544	5,972	8,466	9,465	10,383
所得税	825	873	1,185	1,325	1,454
净利润	4,718	5,099	7,280	8,140	8,930
少数股东损益	763	687	1,092	1,221	1,339
归属母公司净利润	3,956	4,412	6,188	6,919	7,590
EPS(元)	1.14	1.27	1.78	2.00	2.19

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,871	6,947	8,762	9,948	10,638
净利润	3,956	4,412	6,188	6,919	7,590
折旧摊销	1,735	1,770	1,762	1,806	1,841
净营运资金增加	58	2,153	1,848	754	1,666
其他	122	-1,387	-1,036	468	-460
投资活动产生现金流	-515	-2,341	-2,113	-1,125	-900
净资本支出	-431	-357	-1,100	-1,100	-900
长期投资变化	485	469	0	0	0
其他资产变化	-569	-2,452	-1,013	-25	0
融资活动现金流	-3,080	-3,552	-1,361	-1,293	-1,413
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,047	-1,535	100	200	200
无息负债变化	-1,673	1,226	990	558	355
净现金流	2,276	1,055	5,288	7,530	8,325

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.8%	13.2%	15.2%	15.7%	16.2%
EBITDA 率	17.6%	15.2%	15.5%	16.0%	16.3%
EBIT 率	13.5%	11.9%	12.8%	13.4%	13.9%
税前净利润率	13.0%	11.0%	12.9%	13.4%	13.9%
归母净利润率	9.3%	8.1%	9.4%	9.8%	10.2%
ROA	12.0%	12.2%	14.9%	14.5%	13.9%
ROE (摊薄)	15.4%	15.6%	18.7%	18.0%	17.1%
经营性 ROIC	14.8%	16.6%	20.7%	23.4%	25.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	26%	23%	22%	21%	19%
流动比率	1.62	2.03	2.70	3.46	4.30
速动比率	0.96	1.28	1.93	2.69	3.52
归母权益/有息债务	5.77	9.69	10.94	11.95	12.99
有形资产/有息债务	8.00	13.21	15.06	16.41	17.73

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	39,310	41,902	48,851	56,281	64,124
货币资金	5,261	6,277	11,565	19,095	27,420
交易性金融资产	0	2,004	3,000	3,000	3,000
应收账款	162	344	417	449	474
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	27	39	47	51	54
存货	4,051	5,320	6,259	6,698	7,035
其他流动资产	261	364	474	525	564
流动资产合计	9,863	14,432	21,921	29,982	38,717
其他权益工具	1,384	1,070	1,070	1,070	1,070
长期股权投资	485	469	467	467	467
固定资产	23,019	21,729	21,271	20,416	19,367
在建工程	474	516	246	260	255
无形资产	3,137	2,674	2,722	2,766	2,810
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	202	188	188	188	188
非流动资产合计	29,447	27,469	26,930	26,298	25,407
总负债	10,063	9,754	10,845	11,603	12,158
短期借款	70	0	0	0	0
应付账款	2,079	2,806	3,301	3,532	3,710
应付票据	1,595	2,450	2,882	3,084	3,240
预收账款	284	0	0	0	0
其他流动负债	24	40	40	40	40
流动负债合计	6,085	7,114	8,132	8,665	9,000
长期借款	3,765	2,365	2,465	2,665	2,865
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	135	190	246	271	291
非流动负债合计	3,957	2,608	2,713	2,938	3,158
股东权益	29,247	32,147	38,006	44,678	51,967
股本	3,468	3,468	3,468	3,468	3,468
公积金	11,367	11,681	12,300	12,477	12,477
未分配利润	10,867	13,407	17,555	22,829	28,778
归属母公司权益	25,729	28,320	33,087	38,538	44,487
少数股东权益	3,518	3,827	4,919	6,140	7,479

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.11%	0.07%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率	1.46%	1.38%	1.40%	1.40%	1.40%
财务费用率	0.26%	0.04%	0.14%	0.07%	-0.01%
研发费用率	0.46%	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税率	15%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.23	0.41	0.42	0.47	0.52
每股经营现金流	1.69	2.00	2.53	2.87	3.07
每股净资产	7.42	8.17	9.54	11.11	12.83
每股销售收入	12.30	15.70	18.89	20.35	21.49

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	16	11	10	9
PB	2.7	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.9	9.6	7.6	6.5	5.7
股息率	1.1%	2.0%	2.1%	2.4%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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