



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 26 日

基础数据

10 月 24 日收盘价（元）	24.05
总市值（亿元）	540.97
总股本（亿股）	22.49

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】神火股份：氧化铝价格回落，助力公司 Q2 盈利扩张-2025.08.19

【兴证金属】神火股份：电解铝盈利维持高位，分红水平进一步提升-2025.03.25

分析师：李怡然

S0190525040001

liyiran@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳

S0190525070012

tangluyang@xyzq.com.cn

神火股份(000933.SZ)

云南丰水期叠加铝价上行驱动，Q3 业绩环比提升

投资要点：

- **业绩概要：**公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度公司实现营业收入 310.05 亿元，同比增长 9.5%；实现归母净利润 34.90 亿元，同比下降 1.4%，对应基本每股收益 1.575 元；其中第三季度公司实现营业收入 105.76 亿元，同比增长 4.8%，环比-2.0%；实现归母净利润 15.85 亿元，同比增长 26.4%，环比+32.5%。
- **受益云南丰水期以及铝价上行，公司 Q3 利润环比提升。**分季度来看，公司 25Q1-25Q3 归母净利润分别为 7.08/11.96/15.85 亿元，25Q3 业绩环比+32.5%。从价格来看，25Q1-25Q3SMMMA00 铝锭现货均价分别为 20442/20201/20711 元/吨，25Q3 环比+3%；许昌贫瘦煤出厂均价分别为 1035/936/1008 元/吨，25Q3 环比+8%；永城区无烟煤出矿均价为 1130/1100/940 元/吨，25Q3 环比-15%。从电解铝板块来看，价格方面 Q3 铝价环比提升，成本端虽然 25Q3 氧化铝国内均价小幅上行，但云南丰水期电价环比下降，整体看成本端环比仍有所回落，铝价上行及成本回落助力电解铝单吨利润扩张，因此电解铝板块盈利环比提升。从煤炭板块来看，25Q3 贫瘦煤价格环比上涨，但无烟煤价格环比有所下降，预计平均价格环比变动不大。
- **供需紧平衡背景下，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。**供给端，电解铝产能天花板将至，未来国内电解铝供给压力较小。需求端，铝锭库存处于低位，尽管地产竣工用铝需求同比有所下滑，但在新能源汽车用铝、光伏用铝以及电缆用铝需求的拉动下，电解铝国内需求维持稳步增长。成本端，氧化铝价格下滑后企稳，电解铝行业吨盈利水平修复至高位。整体来看，电解铝供需格局趋紧叠加低库存支撑，同时宏观面上铝价或将维持偏强运行，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。
- **盈利预测与投资建议：**随着电解铝行业延续高景气以及氧化铝价格回落至低位，公司电解铝业务盈利能力有望维持较高水平。同时反内卷政策下煤炭价格企稳回升，公司煤炭盈利有望迎来修复。公司维持稳定盈利的同时，有望逐步提高分红水平并改善资产负债表，2024 年公司分红比例已提升至 41.78%。根据公司年报指引，2025 年公司计划生产铝产品 170 万吨，商品煤 720 万吨，炭素产品 66 万吨，铝箔 13.50 万吨，冷轧产品 21.50 万吨，自供电量 98 亿度，实现产销平衡。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 53.57、63.31、68.03 亿元，EPS 分别为 2.38、2.81、3.02 元，10 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 10.1、8.5、8.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、下游需求大幅下滑、项目建设不及预期等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	38373	42877	45372	46184
同比增长	2.0%	11.7%	5.8%	1.8%
归母净利润（百万元）	4307	5357	6331	6803
同比增长	-27.1%	24.4%	18.2%	7.5%
毛利率	21.2%	24.0%	26.2%	27.4%
ROE	19.9%	21.5%	21.9%	20.5%
每股收益（元）	1.91	2.38	2.81	3.02
市盈率	12.6	10.1	8.5	8.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11096	20288	23533	27089
货币资金	3283	10287	13218	16636
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	920	858	907	924
预付款项	696	652	670	671
存货	3564	3622	3722	3728
其他	2634	4870	5016	5131
非流动资产	39507	38536	39523	40269
长期股权投资	4537	4737	4937	5137
固定资产	22114	23684	24688	25290
在建工程	1700	1100	800	650
无形资产	5473	5567	5651	5725
商誉	13	13	13	13
其他	5670	3435	3435	3454
资产总计	50603	58824	63056	67357
流动负债	18299	24020	23855	23415
短期借款	7193	12193	11693	11193
应付票据及应付账款	4704	4980	5118	5126
其他	6402	6847	7044	7096
非流动负债	6278	4960	4660	4360
长期借款	4642	3342	3042	2742
其他	1636	1618	1618	1618
负债合计	24578	28980	28515	27775
股本	2249	2249	2249	2249
未分配利润	15025	17597	20618	23857
少数股东权益	4343	4958	5685	6467
股东权益合计	26025	29844	34541	39582
负债及权益合计	50603	58824	63056	67357

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4307	5357	6331	6803
折旧和摊销	1914	2017	2243	2484
营运资金的变动	1116	493	21	-78
经营活动产生现金流量	7719	8627	9554	10213
资本支出	-1263	-2830	-2823	-2831
长期投资	66	-250	-250	-250
投资活动产生现金流量	-807	-2756	-2976	-2978
债权融资	-5542	3722	-800	-800
股权融资	23	0	0	0
融资活动产生现金流量	-11293	1129	-3647	-3817
现金净变动	-4372	7004	2931	3418

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38373	42877	45372	46184
营业成本	30227	32599	33500	33549
税金及附加	525	600	635	647
销售费用	318	364	386	393
管理费用	896	986	1044	1062
研发费用	448	515	544	554
财务费用	51	66	71	78
投资收益	665	295	297	303
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-64	-24	-32	-35
资产减值损失	-95	-53	-59	-63
营业利润	6611	8140	9584	10291
营业外收支	-198	-177	-174	-179
利润总额	6413	7963	9410	10112
所得税	1615	1991	2353	2528
净利润	4798	5972	7058	7584
少数股东损益	491	615	727	781
归属母公司净利润	4307	5357	6331	6803
EPS(元)	1.91	2.38	2.81	3.02

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	2.0%	11.7%	5.8%	1.8%
营业利润增长率	-20.1%	23.1%	17.7%	7.4%
归母净利润增长率	-27.1%	24.4%	18.2%	7.5%
盈利能力				
毛利率	21.2%	24.0%	26.2%	27.4%
归母净利率	11.2%	12.5%	14.0%	14.7%
ROE	19.9%	21.5%	21.9%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	49.3%	45.2%	41.2%
流动比率	0.61	0.84	0.99	1.16
速动比率	0.26	0.50	0.63	0.79
营运能力				
资产周转率	70.8%	78.4%	74.5%	70.8%
每股资料(元)				
每股收益	1.91	2.38	2.81	3.02
每股经营现金	3.43	3.84	4.25	4.54
估值比率(倍)				
PE	12.6	10.1	8.5	8.0
PB	2.5	2.2	1.9	1.6

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn