

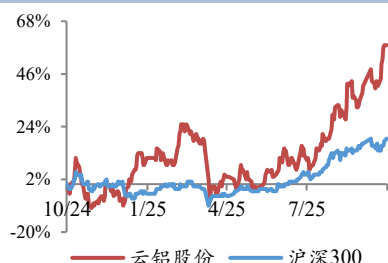
## 业绩表现稳健，成本下行利润同比修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-27

收盘价(元) 23.20  
近12个月最高/最低(元) 23.88/13.22  
总股本(百万股) 3,468  
流通股本(百万股) 3,468  
流通股比例(%) 100.00  
总市值(亿元) 805  
流通市值(亿元) 805

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

### 相关报告

1.25Q1 业绩符合预期，利润有望进一步修复 2025-04-25

2.绿电铝行业领先，产能利用率持续提升 2025-02-19

主要观点：

#### ● 公司发布 2025 年三季报

云铝股份 2025 年前三季度实现营业收入 440.72 亿元，同比+12.47%；实现归母净利润 43.98 亿元，同比+15.14%。单 25Q3 实现营业收入 149.93 亿元，同比+3.13%；实现归母净利润 16.30 亿元，同比+25.31%。

#### ● 铝价涨+氧化铝价跌，利润进一步增厚

2025Q3 电解铝国内现货均价 20740 元/吨，较 24Q3 同比+5.96%，较 25Q2 环比+2.64%。美联储打开降息通道，国内各地发布消费促进政策，电解铝需求受到提振，2025 年 10 月 24 日国内现货铝价 21126.67 元/吨，较三季度有所增长。成本方面，25Q3 国内氧化铝现货均价 3184.15 元/吨，同比-19.17%，氧化铝价格下行利好利润修复。24Q4 国内氧化铝现货均价在 5317.95 元/吨的高位，2025 年 10 月 24 日国内均价已降至 2921 元/吨，氧化铝价格下行企稳后公司利润进一步增厚。

#### ● 高分红回馈股东

公司 2025 年中期分红方案经股东大会审议通过，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.20 元，共派发现金红利人民币 11.10 亿元(含税)，占公司 25H1 归母净利润的比例约为 40.1%。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 60.47/73.93/82.26 亿元（前值为 62.18/73.06/82.14 亿元），对应 PE 分别为 13.30/10.88/9.78 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

铝价大幅波动；原材料和能源成本大幅波动；电力供应影响生产等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 54450 | 58407 | 59252 | 59816 |
| 收入同比(%)   | 27.6% | 7.3%  | 1.4%  | 1.0%  |
| 归属母公司净利润  | 4412  | 6047  | 7393  | 8226  |
| 净利润同比(%)  | 11.5% | 37.1% | 22.3% | 11.3% |
| 毛利率(%)    | 13.2% | 16.1% | 18.7% | 20.2% |
| ROE(%)    | 15.6% | 18.1% | 18.7% | 17.8% |
| 每股收益(元)   | 1.27  | 1.74  | 2.13  | 2.37  |
| P/E       | 10.65 | 13.30 | 10.88 | 9.78  |
| P/B       | 1.66  | 2.40  | 2.04  | 1.74  |
| EV/EBITDA | 5.53  | 6.92  | 5.15  | 3.96  |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 14432 | 22438 | 31185 | 41082 | <b>营业收入</b>     | 54450 | 58407 | 59252 | 59816 |
| 现金             | 6277  | 14087 | 22903 | 32844 | 营业成本            | 47244 | 49025 | 48175 | 47717 |
| 应收账款           | 344   | 451   | 391   | 415   | 营业税金及附加         | 385   | 442   | 446   | 447   |
| 其他应收款          | 39    | 40    | 41    | 42    | 销售费用            | 39    | 56    | 53    | 53    |
| 预付账款           | 84    | 113   | 107   | 104   | 管理费用            | 749   | 814   | 828   | 833   |
| 存货             | 5320  | 5380  | 5357  | 5294  | 财务费用            | 23    | -34   | -193  | -366  |
| 其他流动资产         | 2367  | 2366  | 2386  | 2384  | 资产减值损失          | -327  | -49   | -27   | -29   |
| <b>非流动资产</b>   | 27469 | 26100 | 24492 | 22861 | 公允价值变动收益        | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 469   | 469   | 469   | 469   | 投资净收益           | -5    | -13   | -26   | -19   |
| 固定资产           | 21730 | 20306 | 18858 | 17289 | <b>营业利润</b>     | 5968  | 8214  | 10082 | 11293 |
| 无形资产           | 2674  | 2597  | 2521  | 2445  | 营业外收入           | 7     | 6     | 6     | 7     |
| 其他非流动资产        | 2597  | 2727  | 2644  | 2658  | 营业外支出           | 3     | 4     | 4     | 4     |
| <b>资产总计</b>    | 41902 | 48538 | 55677 | 63943 | <b>利润总额</b>     | 5972  | 8216  | 10084 | 11296 |
| <b>流动负债</b>    | 7114  | 7928  | 7881  | 8017  | 所得税             | 873   | 1156  | 1451  | 1618  |
| 短期借款           | 0     | 133   | 302   | 502   | <b>净利润</b>      | 5099  | 7060  | 8633  | 9678  |
| 应付账款           | 2806  | 3197  | 2989  | 2990  | 少数股东损益          | 687   | 1012  | 1239  | 1452  |
| 其他流动负债         | 4308  | 4599  | 4590  | 4526  | <b>归属母公司净利润</b> | 4412  | 6047  | 7393  | 8226  |
| <b>非流动负债</b>   | 2640  | 2294  | 2205  | 2167  | EBITDA          | 7885  | 9987  | 11725 | 12781 |
| 长期借款           | 2365  | 2084  | 1995  | 1956  | EPS（元）          | 1.27  | 1.74  | 2.13  | 2.37  |
| 其他非流动负债        | 275   | 210   | 210   | 210   |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 9754  | 10223 | 10086 | 10184 |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 3827  | 4839  | 6079  | 7530  |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 3468  | 3468  | 3468  | 3468  |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 10743 | 10743 | 10743 | 10743 |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 14110 | 19265 | 25301 | 32018 |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 28320 | 33476 | 39512 | 46229 |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 41902 | 48538 | 55677 | 63943 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率         |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 6947  | 9477  | 10337 | 11514 | 营业收入           | 27.6%  | 7.3%   | 1.4%   | 1.0%   |
| 净利润            | 5099  | 7060  | 8633  | 9678  | 营业利润           | 7.7%   | 37.6%  | 22.7%  | 12.0%  |
| 折旧摊销           | 1808  | 1805  | 1833  | 1851  | 归属于母公司净利       | 11.5%  | 37.1%  | 22.3%  | 11.3%  |
| 财务费用           | 104   | 92    | 89    | 92    | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 投资损失           | 5     | 13    | 26    | 19    | 毛利率（%）         | 13.2%  | 16.1%  | 18.7%  | 20.2%  |
| 营运资金变动         | -202  | 491   | -148  | -19   | 净利率（%）         | 8.1%   | 10.4%  | 12.5%  | 13.8%  |
| 其他经营现金流        | 5435  | 6585  | 8684  | 9590  | ROE（%）         | 15.6%  | 18.1%  | 18.7%  | 17.8%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -2341 | -487  | -155  | -131  | ROIC（%）        | 14.8%  | 17.1%  | 17.5%  | 16.5%  |
| 资本支出           | -357  | -518  | -128  | -113  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 长期投资           | -1987 | 0     | 0     | 0     | 资产负债率（%）       | 23.3%  | 21.1%  | 18.1%  | 15.9%  |
| 其他投资现金流        | 3     | 31    | -26   | -19   | 净负债比率（%）       | 30.3%  | 26.7%  | 22.1%  | 18.9%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3552 | -1180 | -1365 | -1441 | 流动比率           | 2.03   | 2.83   | 3.96   | 5.12   |
| 短期借款           | -70   | 133   | 169   | 200   | 速动比率           | 1.25   | 2.12   | 3.25   | 4.44   |
| 长期借款           | -1400 | -281  | -89   | -39   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率         | 1.34   | 1.29   | 1.14   | 1.00   |
| 资本公积增加         | 50    | 0     | 0     | 0     | 应收账款周转率        | 215.06 | 146.87 | 140.64 | 148.45 |
| 其他筹资现金流        | -2131 | -1032 | -1446 | -1602 | 应付账款周转率        | 19.34  | 16.34  | 15.58  | 15.96  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1055  | 7809  | 8816  | 9941  | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |
|                |       |       |       |       | 每股收益           | 1.27   | 1.74   | 2.13   | 2.37   |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流        | 2.00   | 2.73   | 2.98   | 3.32   |
|                |       |       |       |       | 每股净资产          | 8.17   | 9.65   | 11.39  | 13.33  |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
|                |       |       |       |       | P/E            | 10.65  | 13.30  | 10.88  | 9.78   |
|                |       |       |       |       | P/B            | 1.66   | 2.40   | 2.04   | 1.74   |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA      | 5.53   | 6.92   | 5.15   | 3.96   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。