

宏桥控股 (002379.SZ)

受益于行业景气度走高，盈利能力提升

优于大市

核心观点

2025年公司业绩同比增加3.7%。2025年公司实现营收1567亿元(+4.25%)，归母净利润178.6亿元(+3.7%)，经营性净现金流240亿元(-5.1%)，加权平均净资产收益率达34.6%。其中2025Q4归母净利润40.2亿元，环比减少10亿元，主因：①2025Q4氧化铝价格环比大幅下跌近400元/吨，公司氧化铝净外售600多万吨受损；②2025Q4预焙阳极价格环比增加400元/吨，折合吨铝成本增加近200元/吨；③云南枯水期电价高于丰水期；④资产减值损失。另外，公司实施重组后特别分红32.6亿元。

全资子公司宏拓实业净利润263亿元。报告期内，公司实施重大资产重组，通过发行股份的方式购买宏拓实业100%股权，于2025年12月31日完成资产交割及股权工商变更等相关工作，宏拓实业纳入公司合并报表范围成为公司全资子公司。2025年宏拓实业净利润263亿元。

铝市场景气度走高，公司将迎来利润释放年。全球铝行业供给端变得非常脆弱，体现在：①占全球55%产能的中国电解铝开工率几乎100%，在重工业领域十分罕见，说明过去二十多年全球依赖的中国电解铝已无法提供弹性生产，一旦国外产能出现扰动，全球铝供需就会出现硬缺口；②中东局势动荡及Mozal电解铝厂停产，造成全球电解铝缩减产能1.5%，停产容易复产难，全年供给缺口放大。③几内亚政府考虑控制铝土矿出口，我国庞大的铝产业链高度依赖几内亚铝土矿，依存度近50%；并且可能扭转铝土矿没有资源稀缺性的传统认知，有利于抬升铝产业链总体价值。

风险提示：铝价下跌风险；国外电解铝快速增加导致行业供需格局变差风险；铝土矿、煤炭、预焙阳极、电力价格上涨风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

假设2026-2028年铝价均为23500元/吨（前值22500元/吨），氧化铝价格2700元/吨，预焙阳极价格5500元/吨（前值5000元/吨），云南电费含税0.44元/度，山东外购电不含税0.5元/度。预计2026-2028年营业收入分别为1879/1882/1884亿元，归属母公司净利润332.2/341.3/345.5亿元（原值193.1/292.1/303.9亿元），利润年增速分别为86.0%/2.7%/1.3%，每股收益分别为2.55/2.62/2.65元，对应PE倍数分别为10.0/9.8/9.7，公司是全球铝产业链头部企业，充分享受铝价上涨所带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	149,289	156,721	187,943	188,181	188,420
(+/-%)	15.8%	5.0%	19.9%	0.1%	0.1%
净利润(百万元)	18153	17864	33224	34126	34553
(+/-%)	168.7%	-1.6%	86.0%	2.7%	1.3%
每股收益(元)	2.31	1.37	2.55	2.62	2.65
EBIT Margin	18.4%	17.6%	24.1%	24.4%	24.4%
净资产收益率(ROE)	42.5%	39.2%	63.6%	57.8%	52.4%
市盈率(PE)	11.1	18.7	10.0	9.8	9.7
EV/EBITDA	9.6	12.5	8.0	7.8	7.7
市净率(PB)	4.71	7.32	6.39	5.65	5.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

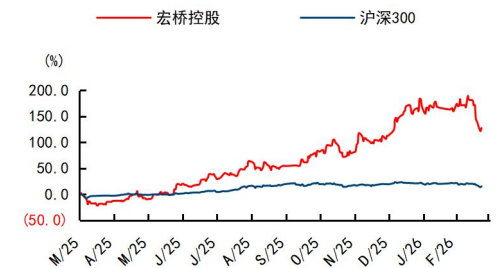
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.59元
总市值/流通市值	333466/29080百万元
52周最高价/最低价	33.44/8.22元
近3个月日均成交额	728.08百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

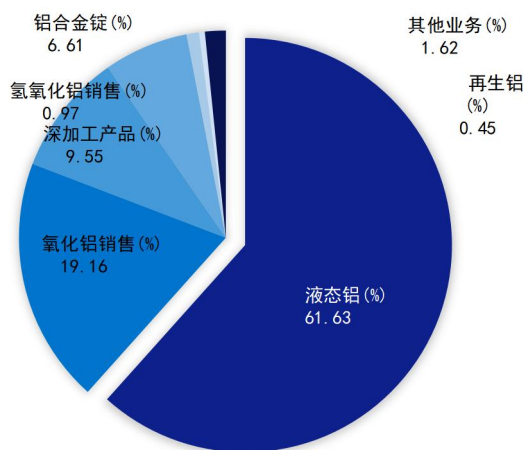
《宏桥控股(002379.SZ)-头部铝企盈利稳健，受益于行业高景气周期》——2026-02-10

2025 年公司业绩同比增加 3.7%。2025 年公司实现营收 1567 亿元 (+4.25%)，归母净利润 178.6 亿元 (+3.7%)，经营性净现金流 240 亿元 (-5.1%)，加权平均净资产收益率达 34.6%。其中 2025Q4 归母净利润 40.2 亿元，环比减少 10 亿元，主因：①2025Q4 氧化铝价格环比大幅下跌近 400 元/吨，公司氧化铝净外售 600 多万吨受损；②2025Q4 预焙阳极价格环比增加 400 元/吨，折合吨铝成本增加近 200 元/吨；③云南枯水期电价高于丰水期；④资产减值损失。

重组后特别分红 32.6 亿元。为回馈投资者同时彰显发展信心，公司决定实施本次重组后的特别分红暨 2025 年度利润分配预案：以公司现有总股 130.3 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 2.50 元（含税），合计派发现金股利 32.6 亿元。

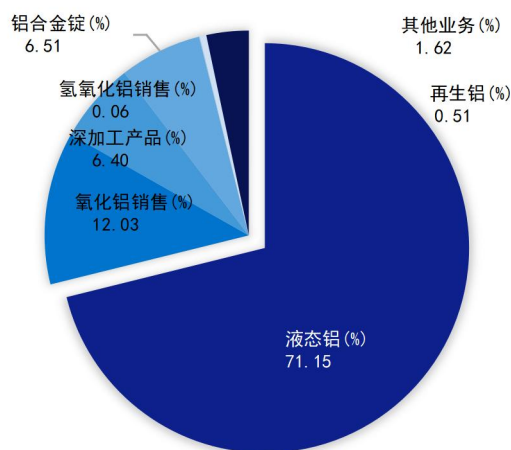
全资子公司宏拓实业净利润 263 亿元。报告期内，公司实施重大资产重组，通过发行股份的方式购买宏拓实业 100% 股权，于 2025 年 12 月 31 日完成资产交割及股权工商变更等相关工作，宏拓实业纳入公司合并报表范围成为公司全资子公司。2025 年宏拓实业净利润 263 亿元。

图1：宏桥控股 2025 年营业收入构成



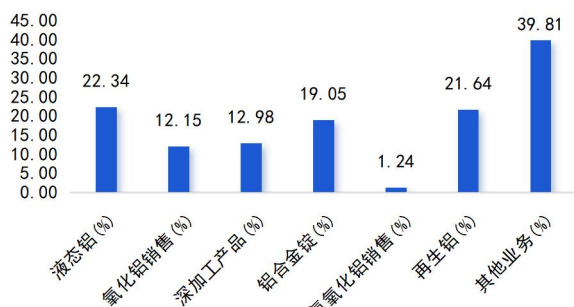
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：宏桥控股 2025 年毛利润构成



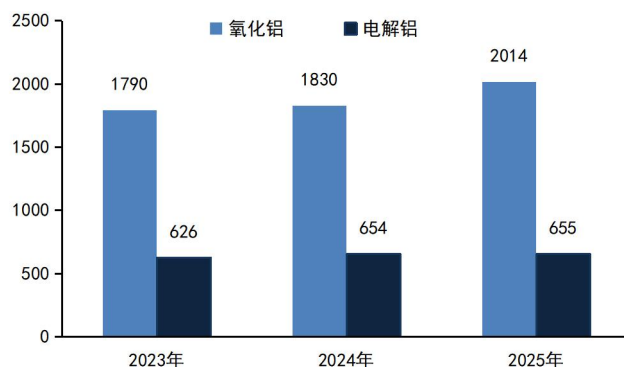
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：宏桥控股 2025 年主要产品毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：宏桥控股主要产品产量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

展望 2026 年，在铝市场景气度走高的背景下，公司将迎来利润释放年。全球铝行业供给端变得非常脆弱，体现在：①占全球 55% 产能的中国电解铝开工率几乎

100%，在重工业领域十分罕见，说明过去二十多年全球依赖的中国电解铝已无法提供弹性生产，一旦国外产能出现扰动，全球铝供需就会出现硬缺口；②中东局势动荡已造成 55 万吨电解铝产能停产，随着海峡封锁持续，减产规模将继续扩大，莫桑比克 Mozal 电解铝厂已于 3 月中旬停产，停产前运行产能 56 万吨。全球电解铝合计已缩减产能 1.5%，停产容易复产难，全年供给缺口放大。③几内亚政府考虑减少铝土矿出口，我国庞大的铝产业链高度依赖几内亚铝土矿，依存度近 50%；并且可能扭转铝土矿没有资源稀缺性、“量大管饱”的传统认知，有利于抬升铝产业链总体价值。

盈利预测敏感性分析

我们在盈利预测中假设 2026 年铝价为 23500 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，山东电力采购价格 0.5 元/度，预焙阳极价格 5500 元/吨。我们列举不同铝价和氧化铝价情况下，公司 2026 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

就 2026 年而言，铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加 44 亿元；氧化铝价格每上涨 100 元/吨，公司归母净利润增加 4 亿元。公司电解铝权益产能达到 646 万吨，仅次于中国铝业，归母净利润对铝价特别敏感，铝价上涨显著增加公司盈利能力。另外公司氧化铝产能 1900 万吨，满足自用并且每年外售 600 多万吨，公司是氧化铝涨价受益标的。同时公司氧化铝成本行业最低一档，即使处于氧化铝行业低迷期，公司氧化铝业务仍有利润，并受益于行业产能出清。

表1：公司 2026 年归母净利润的敏感性分析①（亿元）

		铝价（元/吨）							
		19000	20000	21000	22000	23000	24000	25000	26000
氧化铝价格 （元/吨）	2500	124	168	212	257	301	345	389	433
	2700	134	178	222	266	310	354	398	443
	2900	143	187	231	275	320	364	408	452
	3100	152	197	241	285	329	373	417	461
	3300	162	206	250	294	339	383	427	471

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们列举不同电价和预焙阳极价格情况下，公司 2026 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

预焙阳极价格每上涨 500 元/吨，公司归母净利润减少 9 亿元；山东电费每上涨 0.01 元/吨，公司归母净利润减少 4 亿元。综上所述可以看出公司是一个能源价格敏感型企业，能源价格如预焙阳极（原料是石油焦、煤沥青）、煤炭价格（影响电网定价）上涨，公司减利明显，如 2022-2023 年预焙阳极和煤炭价格上涨显著抑制了公司盈利能力，业绩偏弱，随着 2024 年以来煤炭价格、预焙阳极价格暴跌，公司盈利能力显著增加。今年 2 月末以来中东地区冲突，造成石油焦涨价，带动预焙阳极涨价。

表2：公司 2026 年归母净利润的敏感性分析②（亿元）

		预焙阳极价格（元/吨）							
		3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500	7000
山东电费 （元/度）	0.40	416	405	394	384	373	362	351	341
	0.45	395	385	374	363	353	342	331	320
	0.50	375	364	354	343	332	322	311	300
	0.55	355	344	333	323	312	301	290	280
	0.60	334	324	313	302	292	281	270	259

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们假设 2026-2028 年铝价均为 23500 元/吨（前值 22500 元/吨），氧化铝价格 2700 元/吨，预焙阳极价格 5500 元/吨（前值 5000 元/吨），云南电费含税 0.44 元/度，山东外购电不含税 0.5 元/度。预计 2026-2028 年营业收入分别为 1879/1882/1884 亿元，归属母公司净利润 332.2/341.3/345.5 亿元（原值 193.1/292.1/303.9 亿元），利润年增速分别为 86.0%/2.7%/1.3%，每股收益分别为 2.55/2.62/2.65 元，对应 PE 倍数分别为 10.0/9.8/9.7，公司是全球铝产业链头部企业，充分享受铝价上涨所带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	14732	18473	18000	22988	30314	营业收入	149289	156721	187943	188181	188420
应收款项	3506	3254	4634	4640	4646	营业成本	119290	126392	139315	138942	139188
存货净额	32119	32411	33571	33375	33366	营业税金及附加	1011	1072	940	941	942
其他流动资产	3995	5188	5638	5645	5653	销售费用	44	47	94	94	94
流动资产合计	54372	59325	61843	66648	73978	管理费用	1172	1341	1691	1694	1696
固定资产	39995	41133	41872	42330	40559	研发费用	298	254	564	565	565
无形资产及其他	6168	6547	6286	6025	5764	财务费用	1806	1661	1992	1994	1997
投资性房地产	4251	3987	3987	3987	3987	投资收益	(106)	148	0	0	0
长期股权投资	257	296	394	447	510	资产减值及公允价值变动	(1855)	(1296)	0	0	0
资产总计	105043	111288	114382	119436	124798	其他收入	78	22	(564)	(565)	(565)
短期借款及交易性金融负债	27667	11964	18855	18000	18000	营业利润	24083	25083	43347	43951	43938
应付款项	9117	8493	9325	9271	9268	营业外净收支	(264)	(225)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	11790	28540	16545	16449	16445	利润总额	23820	24858	43147	43751	43738
流动负债合计	48574	48997	44725	43720	43714	所得税费用	5675	6102	9924	9625	9185
长期借款及应付债券	6952	14531	14531	14531	14531	少数股东损益	(9)	892	0	0	0
其他长期负债	6779	2196	2918	2152	609	归属于母公司净利润	18153	17864	33224	34126	34553
长期负债合计	13731	16727	17449	16683	15141	现金流量表 (百万元)					
负债合计	62305	65724	62174	60403	58854	净利润	18153	17864	33224	34126	34553
少数股东权益	(2)	(8)	(8)	(8)	(8)	资产减值准备	0	1253	122	11	(41)
股东权益	42740	45571	52216	59041	65952	折旧摊销	0	4238	4369	4793	5074
负债和股东权益总计	105043	111288	114382	119436	124798	公允价值变动损失	1855	1296	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1806	1661	1992	1994	1997
每股收益	2.31	1.37	2.55	2.62	2.65	营运资本变动	445	11795	(13277)	(722)	(1594)
每股红利	2.12	0.12	2.04	2.10	2.12	其它	(1)	(442)	(122)	(11)	41
每股净资产	5.43	3.50	4.01	4.53	5.06	经营活动现金流	20453	36003	24315	38197	38033
ROIC	27.10%	26.50%	43%	40%	41%	资本开支	0	(5121)	(5001)	(5001)	(3001)
ROE	42.47%	39.20%	64%	58%	52%	其它投资现金流	(8)	19	0	0	0
毛利率	20%	19%	26%	26%	26%	投资活动现金流	(27)	(5140)	(5100)	(5053)	(3064)
EBIT Margin	18%	18%	24%	24%	24%	权益性融资	(299)	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	26%	27%	27%	负债净变化	3839	7580	0	0	0
收入增长	16%	5%	20%	0%	0%	支付股利、利息	(16702)	(1627)	(26579)	(27301)	(27642)
净利润增长率	169%	-2%	86%	3%	1%	其它融资现金流	11169	(39028)	6891	(855)	0
资产负债率	59%	59%	54%	51%	47%	融资活动现金流	(14857)	(27123)	(19688)	(28156)	(27642)
股息率	5.0%	0.5%	8.0%	8.2%	8.3%	现金净变动	5568	3740	(473)	4988	7326
P/E	11.1	18.7	10.0	9.8	9.7	货币资金的期初余额	9164	14732	18473	18000	22988
P/B	4.7	7.3	6.4	5.6	5.1	货币资金的期末余额	14732	18473	18000	22988	30314
EV/EBITDA	9.6	12.5	8.0	7.8	7.7	企业自由现金流	0	31748	21002	34907	36767
						权益自由现金流	0	300	26906	32964	35729

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032