

中国铝业（601600.SH）

2025 年前三季度实现量价齐升，利润同增 21%

优于大市

核心观点

公司 2025 年前三季度归母净利润同比增长 21%。公司 2025 年前三季度实现营收 1,765.16 亿元，同比+1.57%；实现归母净利润 108.72 亿元，同比+20.65%；实现扣非归母净利润 107.16 亿元，同比+23.03%。单三季度实现营收 601.24 亿元，同比-4.66%，环比-0.80%；实现归母净利润 38.01 亿元，同比+90.31%，环比+7.59%；实现扣非归母净利润 37.75 亿元，同比+103.05%，环比+7.94%。公司前三季度业绩高增是由于主营业务之一原铝板块实现了量价齐增，2025 年前三季度国内电解铝现货均价为 2.05 万元/吨，同比+3.78%。

盈利能力稳步提升，资产负债率持续优化。2025 年前三季度，公司毛利率为 17.31%，同比提升 2.08pct；净利率为 9.80%，同比提升 1.15pct。单三季度公司毛利率为 18.37%，同比+6.70pct，环比+0.77pct；净利率为 10.31%，同比+4.39pct，环比+1.03pct。公司期间费用管控效果显著，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/1.87%/1.60%/0.94%，期间费用率为 4.58%，同比下降 0.21pct。截至 2025 年 9 月末，公司的资产负债率为 46.38%，较 2024 年末下降 1.73pct。

25 年前三季度公司原铝产量同比提升近 7%。2025 年前三季度，公司实现冶金级氧化铝产量 1,304 万吨，同比+3.74%；其中自产冶金氧化铝外销量 491 万吨，同比+2.94%；原铝（含合金）产量 600 万吨，同比+6.76%；煤炭产量 985 万吨，同比+1.13%。单三季度来看，公司实现冶金级氧化铝产量 444 万吨，同比+1.6%，环比+7.8%；其中自产冶金氧化铝外销量 159 万吨，同比+0.6%，环比-3.0%；原铝（含合金）产量 203 万吨，同比+2.0%，环比持平；煤炭产量 324 万吨，同比-3.6%，环比-4.4%。核心主业产品产量的稳步增长为公司业绩提供了坚实基础，同时在氧化铝价格下降时期公司也对外售数量进行了一定的调整。

风险提示：电解铝和氧化铝价格波动；原料价格上行致电解铝盈利能力下降。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 2,705.80/2,615.94/2,630.45 亿元，同比增速 14.1%/-3.3%/0.6%；归母净利润 147.90/165.31/175.62 亿元，同比增速 19.3%/11.8%/6.2%；摊薄 EPS 为 0.86/0.96/1.02 元，当前股价对应 PE 为 11.5/10.3/9.7x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	225,071	237,066	270,580	261,594	263,045
(+/-%)	-22.7%	5.3%	14.1%	-3.3%	0.6%
归母净利润(百万元)	6717	12400	14790	16531	17562
(+/-%)	60.2%	84.6%	19.3%	11.8%	6.2%
每股收益(元)	0.39	0.72	0.86	0.96	1.02
EBIT Margin	8.0%	10.7%	11.4%	13.0%	13.5%
净资产收益率 (ROE)	11.1%	17.9%	19.3%	19.5%	18.8%
市盈率 (PE)	25.3	13.7	11.5	10.3	9.7
EV/EBITDA	10.2	7.6	6.5	5.9	5.6
市净率 (PB)	2.81	2.46	2.22	2.00	1.82

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：马可远

010-88005007

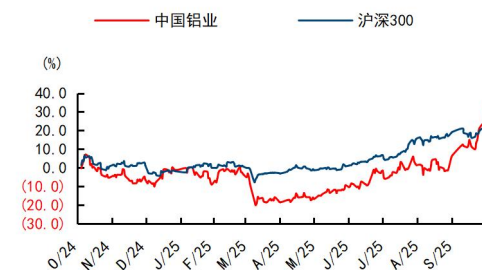
makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.31 元
总市值/流通市值	176875/176400 百万元
52 周最高价/最低价	10.50/5.96 元
近 3 个月日均成交额	2267.71 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

《中国铝业（601600.SH）-上半年原铝产量同比提升 9%，加强资源保障和成本管控》——2025-08-31

《中国铝业（601600.SH）-2024 年归母净利润同增 85%，分红比例提升》——2025-03-30

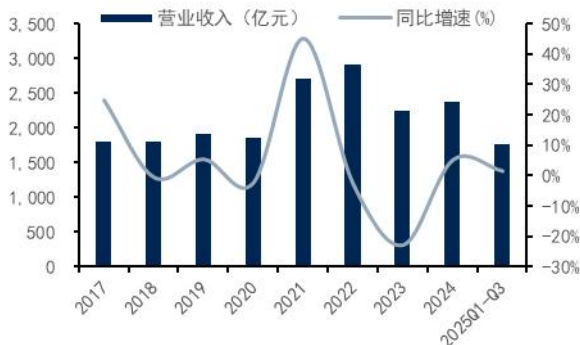
《中国铝业（601600.SH）-成本增加导致 Q3 利润环比下滑，主业产量稳中有增》——2024-10-31

《中国铝业（601600.SH）-上半年受益商品价格提升，归母净利润同增 105%》——2024-09-03

《中国铝业（601600.SH）-一季度受益价格上涨，归母净利润涨超 63%》——2024-04-26

公司 2025 年前三季度归母净利润同比增长 21%。公司 2025 年前三季度实现营收 1,765.16 亿元，同比+1.57%；实现归母净利润 108.72 亿元，同比+20.65%；实现扣非归母净利润 107.16 亿元，同比+23.03%。单三季度实现营收 601.24 亿元，同比-4.66%，环比-0.80%；实现归母净利润 38.01 亿元，同比+90.31%，环比+7.59%；实现扣非归母净利润 37.75 亿元，同比+103.05%，环比+7.94%。公司前三季度业绩高增是由于主营业务之一原铝板块实现了量价齐增，2025 年前三季度国内电解铝现货均价为 2.05 万元/吨，同比+3.78%。

图1：中国铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



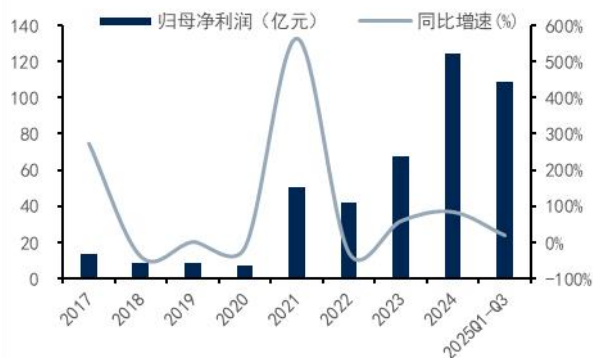
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

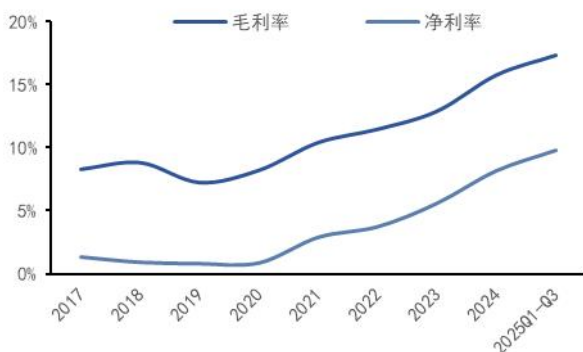
图4：中国铝业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

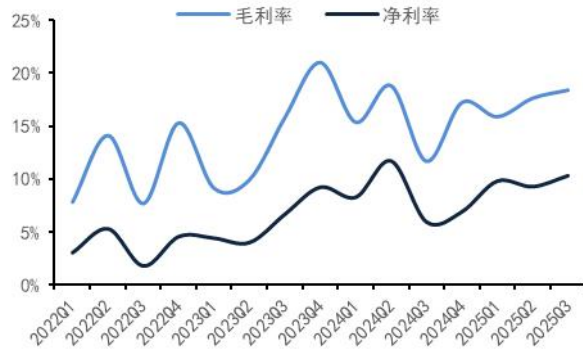
盈利能力稳步提升，资产负债率持续优化。2025 年前三季度，公司毛利率为 17.31%，同比提升 2.08pct；净利率为 9.80%，同比提升 1.15pct。单三季度公司毛利率为 18.37%，同比+6.70pct，环比+0.77pct；净利率为 10.31%，同比+4.39pct，环比+1.03pct。公司期间费用管控效果显著，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/1.87%/1.60%/0.94%，期间费用率为 4.58%，同比下降 0.21pct。截至 2025 年 9 月末，公司的资产负债率为 46.38%，较 2024 年末下降 1.73pct。

图5：中国铝业毛利率、净利率变化情况（%）



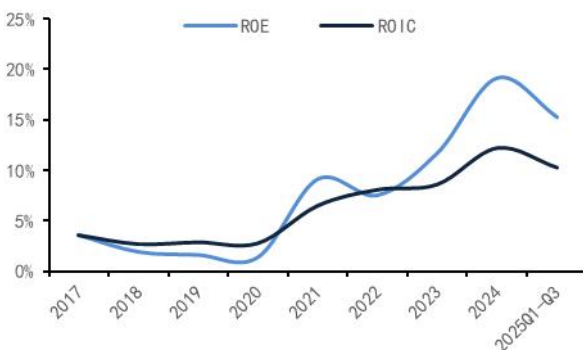
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



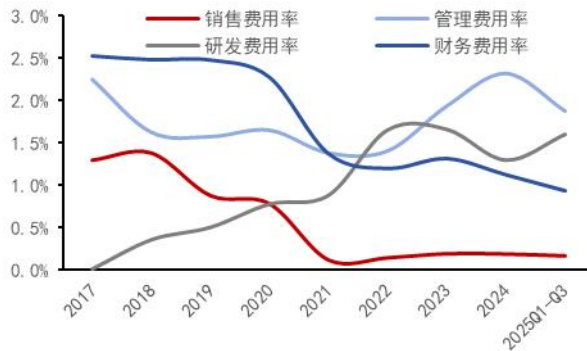
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国铝业 ROE、ROIC 变化情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国铝业期间费用率（%）



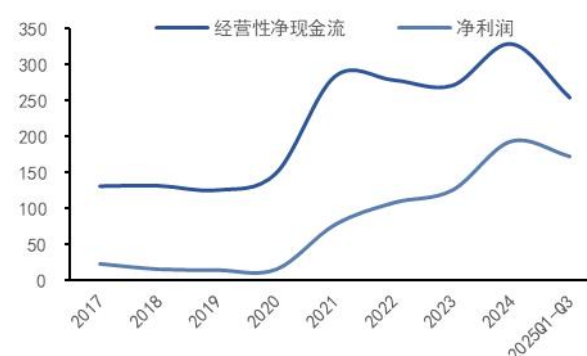
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：中国铝业资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国铝业经营性现金流（亿元）

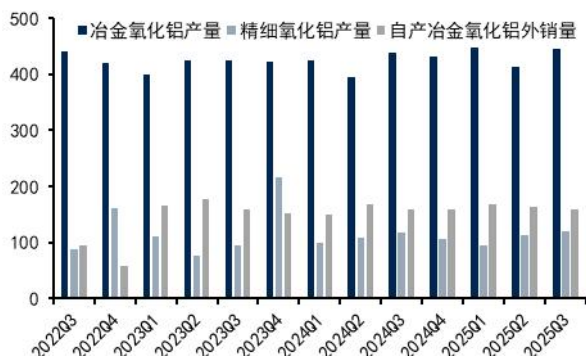


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

25 年前三季度公司原铝产量同比提升近 7%。2025 年前三季度，公司实现冶金级氧化铝产量 1,304 万吨，同比+3.74%；其中自产冶金级氧化铝外销量 491 万吨，同比+2.94%；原铝（含合金）产量 600 万吨，同比+6.76%；煤炭产量 985 万吨，同比+1.13%。单三季度来看，公司实现冶金级氧化铝产量 444 万吨，同比+1.6%，环比+7.8%；其中自产冶金级氧化铝外销量 159 万吨，同比+0.6%，环比-3.0%；原铝（含

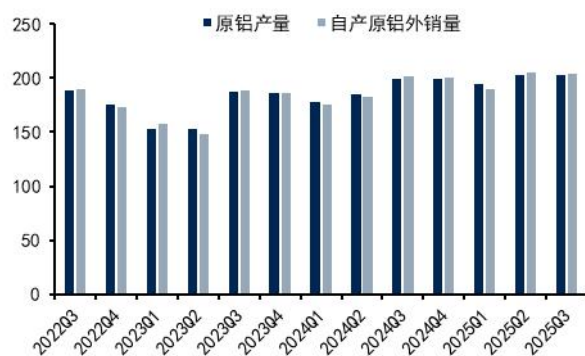
合金) 产量 203 万吨, 同比+2.0%, 环比持平; 煤炭产量 324 万吨, 同比-3.6%, 环比-4.4%。核心主业产品产量的稳步增长为公司业绩提供了坚实基础, 同时在氧化铝价格下降时期公司也对外售数量进行了一定的调整。

图 11: 中国铝业氧化铝板块产销情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 12: 中国铝业原铝板块产销情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 2,705.80/2,615.94/2,630.45 亿元, 同比增速 14.1%/-3.3%/0.6%; 归母净利润 147.90/165.31/175.62 亿元, 同比增速 19.3%/11.8%/6.2%; 摊薄 EPS 为 0.86/0.96/1.02 元, 当前股价对应 PE 为 11.5/10.3/9.7x。考虑到公司为大型有色央企龙头, 拥有完整铝产业链, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21104	22210	25354	44892	64272	营业收入	225071	237066	270580	261594	263045
应收款项	5516	6449	11120	10750	10810	营业成本	196040	199721	225591	214005	214005
存货净额	22847	24420	29956	28240	28189	营业税金及附加	2589	3084	3520	3403	3422
其他流动资产	3961	3969	4870	4709	4735	销售费用	432	447	514	497	500
流动资产合计	58441	59051	73303	90595	110009	管理费用	4351	5488	6223	6017	6050
固定资产	104810	106431	104321	97519	90362	研发费用	3729	3064	3788	3662	3683
无形资产及其他	17476	17258	16568	15878	15187	财务费用	2972	2677	2292	2180	1612
投资性房地产	20990	21606	21606	21606	21606	投资收益	276	996	0	0	0
长期股权投资	10040	11549	11149	10749	10349	资产减值及公允价值变动	(759)	(2645)	(800)	(700)	(700)
资产总计	211756	215896	226947	236346	247514	其他收入	(2908)	(1679)	(3788)	(3662)	(3683)
短期借款及交易性金融负债	25204	11539	20726	19156	17140	营业利润	15296	22319	27852	31130	33073
应付款项	21112	19824	11982	11296	11275	营业外净收支	(205)	2	0	0	0
其他流动负债	12390	14835	13483	12719	12698	利润总额	15091	22322	27852	31130	33073
流动负债合计	58706	46198	46191	43171	41114	所得税费用	2507	2940	4735	5292	5622
长期借款及应付债券	41840	43843	43843	43843	43843	少数股东损益	5867	6982	8327	9307	9888
其他长期负债	12321	13813	13313	12813	12313	归属于母公司净利润	6717	12400	14790	16531	17562
长期负债合计	54161	57657	57157	56657	56157	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	112867	103855	103348	99827	97270	净利润	6717	12400	14790	16531	17562
少数股东权益	38431	42849	47013	51667	56611	资产减值准备	(4129)	1996	191	(152)	(195)
股东权益	60458	69191	76586	84852	93633	折旧摊销	9790	10645	11126	11945	12342
负债和股东权益总计	211756	215896	226947	236346	247514	公允价值变动损失	759	2645	800	700	700
						财务费用	2972	2677	2292	2180	1612
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(4214)	1690	(19927)	143	(770)
每股收益	0.39	0.72	0.86	0.96	1.02	其它	5162	485	3972	4806	5139
每股红利	0.32	0.47	0.43	0.48	0.51	经营活动现金流	14084	29861	10952	33973	34778
每股净资产	3.52	4.03	4.46	4.95	5.46	资本开支	0	(10721)	(10000)	(5000)	(5000)
ROIC	8.63%	13.48%	15%	16%	18%	其它投资现金流	(5013)	3009	0	0	0
ROE	11.11%	17.92%	19%	19%	19%	投资活动现金流	(5310)	(9221)	(9600)	(4600)	(4600)
毛利率	13%	16%	17%	18%	19%	权益性融资	(93)	657	0	0	0
EBIT Margin	8%	11%	11%	13%	13%	负债净变化	(626)	1324	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(5535)	(7995)	(7395)	(8265)	(8781)
收入增长	-23%	5%	14%	-3%	1%	其它融资现金流	5483	(6849)	9186	(1569)	(2016)
净利润增长率	60%	85%	19%	12%	6%	融资活动现金流	(6930)	(19533)	1792	(9835)	(10797)
资产负债率	71%	68%	66%	64%	62%	现金净变动	1844	1107	3143	19538	19381
股息率	3.3%	4.7%	4.3%	4.9%	5.2%	货币资金的期初余额	19260	21104	22210	25354	44892
P/E	25.3	13.7	11.5	10.3	9.7	货币资金的期末余额	21104	22210	25354	44892	64272
P/B	2.8	2.5	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	0	23548	6881	35316	35941
EV/EBITDA	10.2	7.6	6.5	5.9	5.6	权益自由现金流	0	18023	14166	31938	32587

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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