

Q3 盈利同比继续上行，拥抱资源新周期

2025年11月11日

► **2025年以来有色板块整体情况。**从二级市场来看，2025年至今，有色金属上涨93.45%，其中2025Q3上涨47.02%，位列第5。2025年以来有色金属板块整体涨幅为93.45%，板块排第2，其中2025Q3有色金属上涨47.02%，板块排名第5；2025年Q1-3，有色金属上涨84.91%，板块排名第2。

► **板块盈利来看：2025Q3整体盈利环比上行，但细分领域分化涨跌。**①贵金属：2025Q3黄金价格同比增长39.88%，环比上涨5.43%，贵金属板块归母净利润同比增长55.89%，环比减少12.81%。②基本金属：2025Q3铜/铝价格同比分别增长5.90%、5.64%，环比分别增长2.18%、2.92%，归母净利润分别同比增加56%和38%，环比分别增长7%和12%。③能源金属：2025Q3电池级碳酸锂/金属钴/硫酸钴同比-8.0%/+49.2%/+73.5%，环比+12.7%/+11.8%/+7.9%，2025Q3锂/钴板块归母净利润分别环比变化+124.4%和-3.9%。

► **投资建议：全球资源新周期，继续看好铜铝+贵金属机会。(1)工业金属：美元降息周期开启，全球宽松拉动传统需求预期向好，叠加AI数据中心建设拉动边际需求增量，金属价格中枢有望上行。**铜：金融属性宽松预期推高铜价，供给端矿端紧张加剧，冶炼厂减产在即，需求端传统需求韧性强，AI拉动边际需求增长，价格中枢有望持续上移。铝：国内产能达到天花板，海外新增产能释放较慢，需求端十五五开局，紧平衡格局强化。**重点推荐：洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、中国有色矿业、金诚信、中国铝业、中孚实业、中国宏桥、宏创控股、天山铝业、云铝股份、神火股份。(2)能源金属：需求超预期，锂行业供需格局改善，刚果金配额制落地支撑钴价格上涨。**锂：国内新能源汽车需求增速放缓，储能增速持续超预期。江西和青海矿证问题可能进一步发酵，带来供应减量或扩产不及预期风险，可能影响后续的供需格局，锂价确定底部区间。**钴：刚果金配额制落地，供给大幅收缩，行业供需格局逆转，国内持续去库，原料短缺加剧，持续看好钴价中枢上移。重点推荐：力勤资源、华友钴业、藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份，建议关注腾远钴业、寒锐钴业。(3)贵金属：美元信用周期下行，长期看好金价。**虽然美国三季度PMI指数环比略有改善，劳动力缺口收窄，通胀压力下行，但GDP增速放缓，10月非农数据降至冰点，引发经济担忧的同时强化11月降息预期，另外全球央行年初以来持续增持，美元信用周期的下行，金价中枢上行之路明确。**重点推荐：西部黄金、紫金黄金国际、山东黄金、中国黄金国际、招金矿业、中金黄金、赤峰黄金、灵宝黄金、潼关黄金、万国黄金集团，建议关注大唐黄金和集海资源等，白银标的推荐兴业银锡、盛达资源，建议关注湖南白银。**

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，海外经济衰退。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
603993.SH	洛阳钼业	16.54	0.63	0.88	1.16	26	19	14	推荐
601899.SH	紫金矿业	30.17	1.21	1.95	2.49	25	15	12	推荐
601600.SH	中国铝业	10.75	0.72	0.85	0.97	15	13	11	推荐
603799.SH	华友钴业	64.34	2.50	3.15	4.16	26	20	15	推荐
002738.SZ	中矿资源	60.41	1.05	0.63	1.69	58	96	36	推荐
600547.SH	山东黄金	35.21	0.57	1.42	1.81	62	25	19	推荐
600988.SH	赤峰黄金	29.63	1.07	1.82	2.37	28	16	13	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测（注：股价为2025年11月7日收盘价）；

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

分析师 袁浩

执业证书：S0100525090001

邮箱：yuanhao@glms.com.cn

研究助理 王作焱

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相关研究

- 1.有色金属周报 20251109：美政府停摆，金属价格震荡-2025/11/09
- 2.有色金属周报 20251102：中美贸易摩擦暂缓一年，内外共振将驱动商品价格上行-2025/11/02
- 3.有色金属周报 20251026：需求旺季叠加供给扰动，工业金属价格上行-2025/10/26
- 4.有色金属周报 20251019：关税不确定性扰动持续，避险推动金银续创新高-2025/10/19
- 5.有色金属周报 20251012：关税扰动再起，避险需求驱动金价走强-2025/10/12

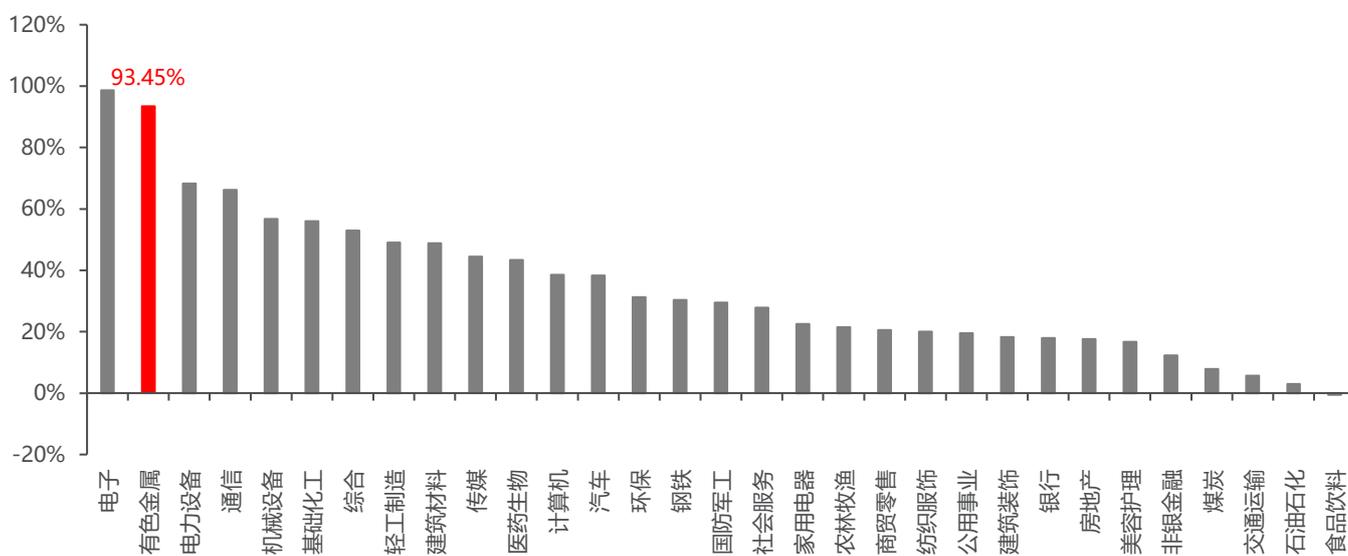
目录

1 有色金属：2025Q1-3 收益上升明显，25Q3 行业利润相对明显	3
2 细分板块来看：2025Q3 整体盈利同环比增长，但结构分化	11
2.1 基本金属：2025Q3，铜铝价格领涨	11
2.2 贵金属：金价大幅上行，板块业绩增长	13
2.3 小金属：锂价触底反弹，钴钼钨价格上涨明显	15
3 机构持仓：2025Q3 持仓创新高	23
4 2025Q4 展望：供给扰动加剧，拥抱资源大周期	26
4.1 工业金属：供给持续趋紧，AI 拉动边际需求，全球宽松周期下金属价格中枢抬升	26
4.2 贵金属：降息周期开启，持续看好金价	36
4.3 能源金属：锂需求或超预期，看好钴价中枢上移	44
5 投资建议	50
6 风险提示	51
插图目录	52
表格目录	53

1 有色金属：2025Q1-3 收益上升明显，25Q3 行业利润相对明显

2025 年至今，有色金属上涨 93.45%，其中 2025Q3 上涨 47.02%，位列第 5。2025 年以来有色金属板块整体涨幅为 93.45%，板块排第 2，其中 2025Q3 有色金属上涨 47.02%，板块排名第 5；2025 年 Q1-3，有色金属上涨 84.91%，板块排名第 2。

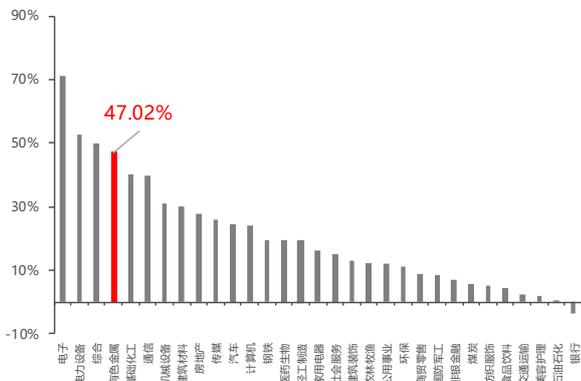
图1：SW 有色板块 2025 年至今（2025 年 11 月 3 日）整体涨幅为 93.45%



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

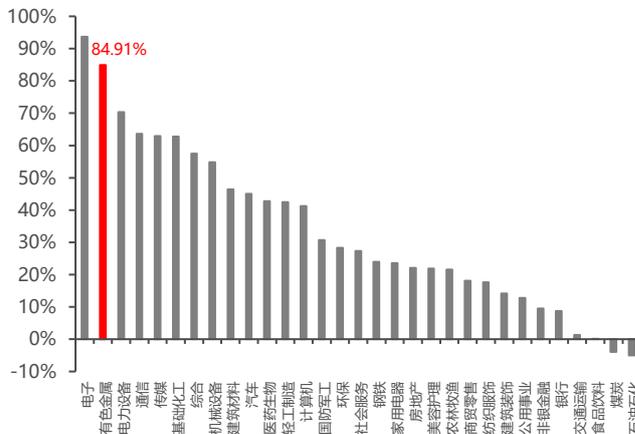
图2：2025 年 Q3，SW 有色上涨 47.02%



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图3：2025 年 Q1-3，SW 有色上涨 84.91%



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

对比指数而言,有色板块表现突出。2025 年至今有色金属板块涨幅为 93.45%,市场表现优于上证综指 (+17.99%) 与沪深 300 (+17.94%)。分阶段来看,2025 年 Q3 有色金属板块涨幅为 47.02%, 优于沪深 300 (+17.90%), 优于上证综指 (+12.73%); 2025 年 Q1-3 有色金属板块涨幅为 84.91%, 优于沪深 300 (+18.26%), 优于上证综指 (+15.84%)。

表1: 有色金属板块表现强于指数

	沪深 300	上证综指	有色金属
2025 年 Q3	17.90%	12.73%	47.02%
2025 年 Q1-3	17.94%	15.84%	84.91%
2025 年至今 (2025 年 11 月 3 日)	18.26%	17.99%	93.45%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 有色金属数据来自 ifind 板块数据浏览器

图4: 2025 年至今 (2025 年 11 月 3 日) 有色金属板块表现突出 (右轴: SW 有色; 单位: 点)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 有色金属 (申万) 代码是 801050.SL

从细分板块情况来看,根据申万二级行业指数 2025 年至今的区间涨跌幅,有色金属五个板块涨幅由高到低分别为小金属、金属新材料、工业金属、能源金属、贵金属。而从三级行业指数来看,三级行业全部上涨,其中涨幅最前的为稀土。

表2: 2025 年至今 (2025 年 11 月 3 日) 子板块涨跌幅

行业分类	区间涨跌幅
SW 有色金属	93.45%
SW 金属新材料	96.75%
SW 其他金属新材料	113.42%
SW 磁性材料	83.52%
SW 工业金属	94.17%

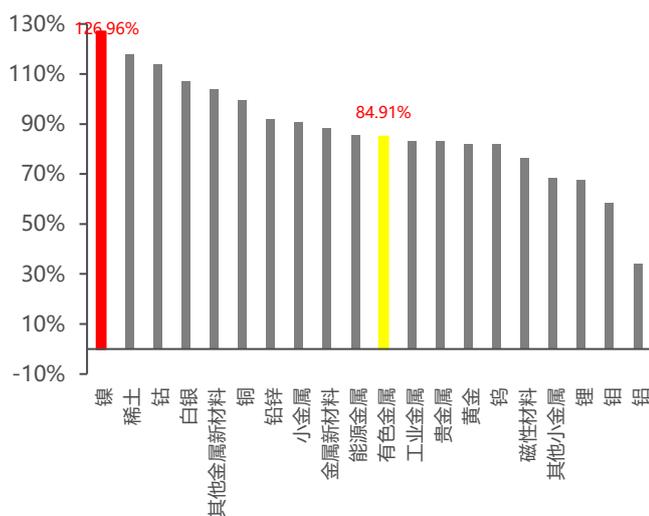
SW 铝	55.13%
SW 铜	111.20%
SW 铅锌	85.32%
SW 贵金属	76.32%
SW 黄金	75.82%
SW 白银	89.68%
SW 小金属	101.51%
SW 稀土	125.82%
SW 钨	119.28%
SW 其他小金属	71.22%
SW 钼	54.04%
SW 能源金属	93.29%
SW 钴	112.58%
SW 镍	87.90%
SW 锂	83.97%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

从申万有色三级行业指数的分阶段数据来看, 2025 年 Q1-3 镍、稀土等板块表现优于有色金属其他板块, Q3 白银表现最佳。2025 年 Q1-3 有色板块涨幅 84.91%, 所有三级板块均呈现上涨趋势。其中镍, 稀土, 钴, 白银, 其他金属新材料, 铜板块相对较好, 分别上涨 126.96%, 118.04%, 114.02%, 103.80%, 99.60%。而 2025 年 Q3 有色板块上涨 47.02%, 其中白银, 稀土, 镍, 钴, 能源金属板块表现突出, 分别上涨 80%、76.16%、71.42%、69.82%, 59.61%。

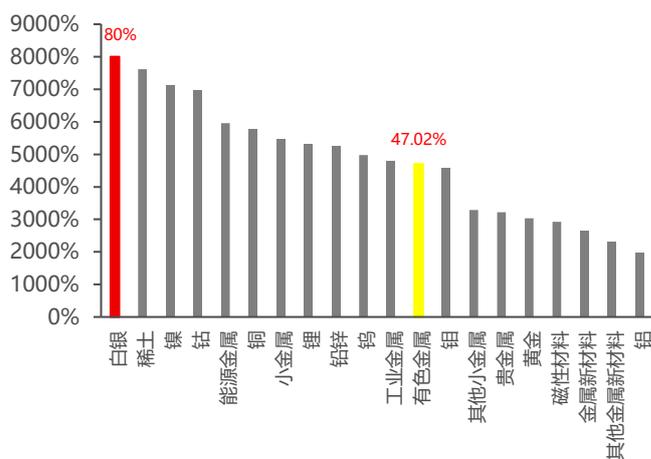
图5: 2025 年 Q1-3, 镍板块涨幅最大为 126.96%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图6: 2025 年 Q3, 白银板块涨幅居前



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

个股方面：2025年初至2025年11月3日，区间上涨幅度前五的企业分别是招金黄金、兴业银锡、洛阳钼业、中钨高新和中洲特材；跌幅前五的企业分别是华达新材、银邦股份、济南高新、华峰铝业和浩通科技。

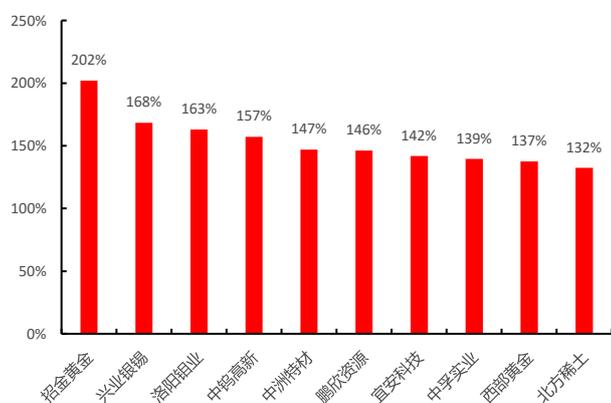
表3：2025年至2025年11月3日涨幅前十和跌幅前五的个股

涨幅前十		跌幅前五	
招金黄金	202.02%	华达新材	-31.45%
兴业银锡	168.26%	银邦股份	-6.83%
洛阳钼业	162.94%	济南高新	-4.00%
中钨高新	157.24%	华峰铝业	-3.22%
中洲特材	147.01%	浩通科技	-2.30%
鹏欣资源	146.17%		
宜安科技	141.85%		
中孚实业	139.48%		
西部黄金	137.39%		
北方稀土	132.33%		

资料来源：ifind，民生证券研究院

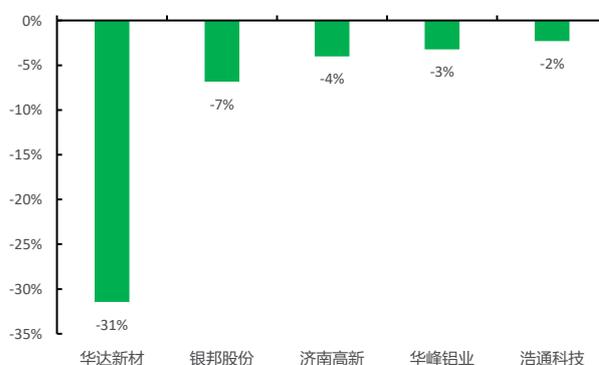
2025年初以来，稀土与黄金个股表现较为优异。2025年初至11月3日，涨幅前五的公司为招金黄金、兴业银锡、洛阳钼业、中钨高新和中洲特材，涨幅分别为202.02%，168.26%，162.94%，157.24%，147.01%。而截至目前有色金属板块个股整体趋势，只有5个个股呈现下跌趋势，其中华达新材跌幅最大，为-31.45%。

图7：2025年初至11月03日涨幅前十的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：2025年初至11月03日跌幅前五的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

有色金属板块分季度的财务数据来看：2025Q1-3 有色板块业绩整体保持稳定，归母净利润大幅同比增长 41.35%，2025Q3 有色板块业绩提升明显，归母净利润同环比分别上升 50.92%、9.07%。2025Q3 有色金属营业成本同比增加 14.21%，低于营业收入同比增速（14.76%），且环比增速（2.01%）低于营业收入环比增速（2.40%），板块 Q3 毛利润上升。

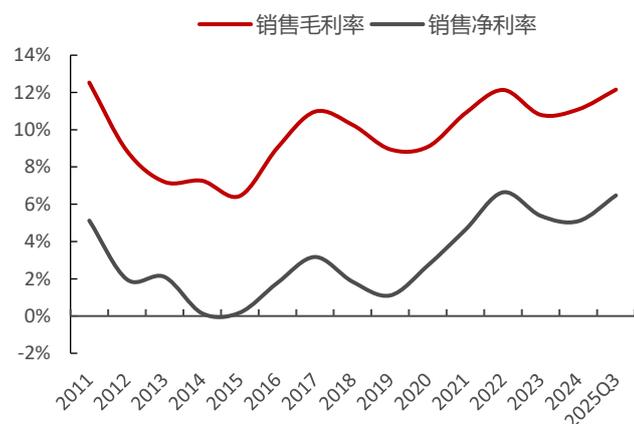
表4：有色金属板块 2025Q3 财务数据同环比均呈上升态势

	2024Q3	2024Q1-3	2025Q2	2025Q3	2025Q1-3 同比	2025Q1-3	2025Q3 同比	2025Q3 环比
营业收入 (亿元)	8734	25828	9302	10024	9.27%	28221	14.76%	2.40%
营业成本 (亿元)	8108	24082	8583	9260	8.50%	26128	14.21%	2.01%
毛利率 (%)	7.2%	6.8%	7.7%	7.6%	9.73%	7.4%	6.25%	4.96%
归母净利润 (亿元)	371	1070	438	559	41.35%	1513	50.92%	9.07%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

销售毛利率、净利率均上升：有色金属板块的销售毛利率、净利率自 2019 年起触底反弹，至 2022 末达到高点，2023 年回落后重新上升，2025Q1-3 升至更高点。分季度来看，毛利率、净利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升，2022Q2 触顶后，整体波动小幅下滑，24Q2 则明显上升，毛利率已是自 22Q3 以来的新高，重新回到 12% 以上；24Q3 有小幅度下滑后重新上升。2025Q1-3 净利率都维持在 6% 以上，较 24Q3 和 Q4 上升明显。

图9：2011-2025Q3 有色金属板块销售毛利率及净利率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

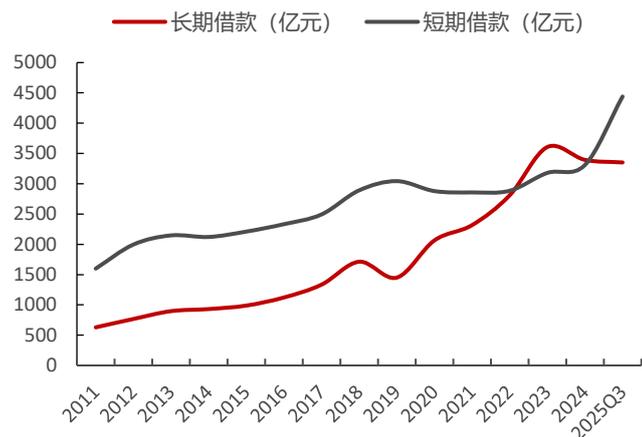
图10：2019Q1-2025Q3 有色金属销售毛利率及净利率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

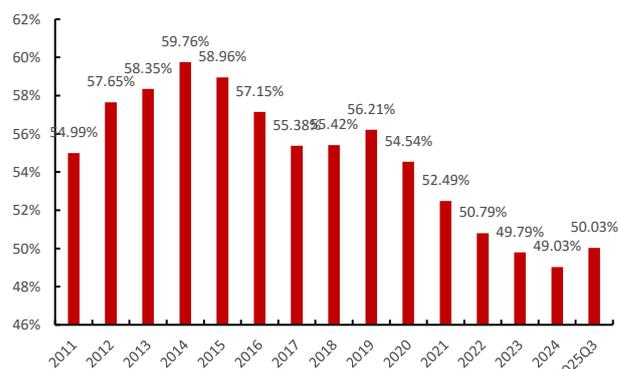
从资产负债率的角度来看:有色金属板块自 2011 年以来的长期借款与短期借款基本保持增长趋势,2019 年长期借款出现下滑后持续上升,2020 年、2021 年短期借款小幅下滑后继续小幅上升,2025Q1-3 长期借款有所下降,而短期借款上升较明显。2025Q1-3 资产负债率小幅上升至 50.03%,较 2024 年底小幅增加。

图11: 2011-2025Q3 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 2011-2025Q3 有色金属板块资产负债率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

细分子板块营业收入方面:2025Q1-3 工业金属、贵金属、小金属、能源金属、金属新材料板块均实现营业收入增长,同比分别增长 9.34%、49.96%、24.39%、37.05%、11.44%。2025Q3, 板块营收同比环比均上升,其中贵金属板块营收上升最为明显。

表5: 2025Q3 有色金属二级子板块中贵金属和小金属等实现营收环比上升 (单位: 亿元)

	2024Q3	2024Q1-3	2025Q2	2025Q1-			2025Q3/2024Q3	2025Q3/2025Q2
				3/2024Q1-3	2025Q1-3	2025Q3		
SW 有色金属	8734.21	25827.64	9788.25	9.27%	28220.96	10023.52	14.76%	2.40%
SW 工业金属	6679.02	19810.96	7279.86	5.44%	20888.77	7302.69	9.34%	0.31%
SW 铝	1735.63	4868.44	1742.88	5.46%	5134.16	1753.23	1.01%	0.59%
SW 铜	4486.99	13611.28	5033.74	4.68%	14248.82	5012.21	11.71%	-0.43%
SW 铅锌	456.40	1331.23	503.23	13.11%	1505.79	537.26	17.72%	6.76%
SW 贵金属	742.11	2231.46	1044.19	34.24%	2995.43	1112.90	49.96%	6.58%
SW 黄金Ⅲ	721.65	2177.60	1017.81	33.61%	2909.49	1072.25	48.58%	5.35%
白银	20.46	53.86	26.38	59.56%	85.94	40.65	98.68%	54.09%

SW 小金属	656.48	1857.89	742.50	18.07%	2193.69	816.57	24.39%	9.98%
SW 稀土	157.79	404.93	150.84	18.23%	478.76	182.79	15.85%	21.18%
SW 钨	140.40	407.24	169.22	23.39%	502.50	198.94	41.69%	17.56%
SW 其他稀有小金属	323.25	944.75	385.67	16.81%	1103.58	395.58	22.38%	2.57%
SW 钼	35.04	100.97	36.77	7.80%	108.85	39.26	12.04%	6.79%
SW 能源金属	382.16	1147.15	438.81	13.15%	1297.95	485.53	27.05%	10.65%
SW 钴	249.90	722.16	312.30	26.40%	912.80	335.79	34.37%	7.52%
SW 锂	129.38	417.72	123.83	-9.73%	377.10	146.87	13.51%	18.61%
SW 金属新材料	274.43	780.18	282.89	8.32%	845.11	305.83	11.44%	8.11%
SW 非金属新材料	177.98	499.26	186.60	9.00%	544.21	191.64	7.67%	2.70%
SW 磁性材料	96.45	280.92	96.29	7.11%	300.90	114.19	18.40%	18.59%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

细分子板块归母净利润方面: 2025Q1-3 有色金属除能源金属、金属新材料板块外, 其他板块均实现归母净利润增长, 工业金属、贵金属、小金属、金属新材料归母净利润分别同比上升 34.27%、57.31%、45.49%。2025Q3, 金属新材料板块利润同比有所下降, 其余二级子板块利润同比均有不同程度上升, 其中锂和钨利润上涨明显。

表6: 2025Q3 有色金属子板块归母净利润中锂、钨同上升明显 (单位: 亿元)

	2024Q3	2024Q1-3	2025Q2	2025Q1-			2025Q3/2024Q3	2025Q3/2025Q2
				3/2024Q1-3	2025Q1-3	2025Q3		
SW 有色金属	370.57	1070.28	438.15	41.35%	1512.88	559.26	50.92%	9.07%
SW 工业金属	268.21	828.70	331.71	32.47%	1097.81	400.45	49.30%	8.71%
SW 铝	87.77	296.87	130.58	11.03%	329.60	121.39	38.31%	11.83%
SW 铜	161.29	472.07	177.03	46.18%	690.05	251.94	56.20%	6.56%
SW 铅锌	19.15	59.75	24.10	30.80%	78.16	27.12	41.60%	16.04%
SW 贵金属	32.44	93.61	34.27	57.31%	147.26	50.44	55.47%	-12.81%
SW 黄金Ⅲ	31.79	92.37	33.73	57.70%	145.67	49.48	55.64%	-13.96%
白银	0.65	1.23	0.53	28.44%	1.59	0.96	47.50%	181.59%
SW 小金属	31.65	85.16	35.49	45.49%	123.90	47.53	50.15%	18.95%

SW 稀土	5.89	0.20	1.87	13365.58%	26.49	11.06	87.88%	34.32%
SW 钨	4.57	17.23	7.68	66.57%	28.70	12.53	174.15%	31.50%
SW 其他稀有小金属	14.31	45.78	17.20	0.15%	45.85	14.89	4.02%	-1.69%
SW 钼	6.88	21.95	8.74	4.17%	22.86	9.04	31.42%	28.37%
SW 能源金属	24.23	20.12	19.46	385.53%	97.68	44.63	84.19%	46.93%
SW 钴	22.28	55.06	22.92	25.46%	69.07	25.47	14.34%	-3.89%
SW 锂	1.65	-35.79	-3.85	-175.69%	27.09	18.70	1034.11%	467.12%
SW 金属新材料	14.03	42.71	17.22	8.26%	46.23	16.21	15.55%	-0.15%
SW 非金属新材料	8.01	27.05	11.65	-16.60%	22.56	6.06	-24.30%	-32.99%
SW 磁性材料	6.01	15.66	5.57	51.20%	23.68	10.14	68.63%	41.25%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

2 细分板块来看：2025Q3 整体盈利同环比增长，但结构分化

2.1 基本金属：2025Q3，铜铝价格领涨

细分基本金属板块而言，2025Q3 基本金属价格同比中铜、铝、锡上涨，其余下降，环比除锌、镍外均上涨。Q3 进入需求淡季，尽管大多金属都在淡季累库，但宏观降息预期抬升的利好推高铜铝为首的金属价格。具体来看，2025Q1-Q3，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+4.65%、+3.45%、-3.09%、+1.28%、+7.17%、-7.84%；单季度来看，2025Q3，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+5.90%、+5.64%、-7.17%、-5.45%、+3.56%、-6.25%，环比分别变化+2.18%、+2.92%、+0.36%、-1.08%、+2.14%、-1.01%。

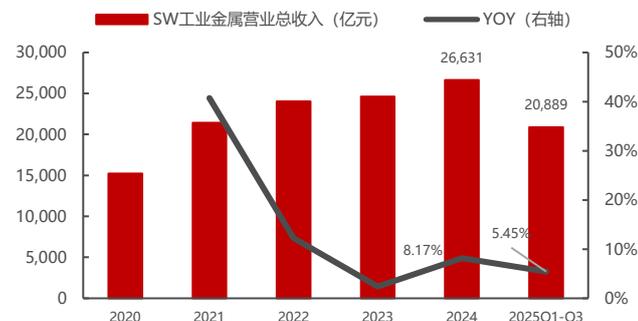
表7：2025Q3，铜、铝、锡价格同比上涨，其余下降，环比中锌、镍下降，其余上涨（单位：元/吨）

基本金属	2024Q1-3	2025Q1-3	2025Q1-3 同比	2024Q3	2025Q2	2025Q3	2025Q3 同比	2025Q3 环比
铜	74,746	78,220	4.65%	75,098	77,833	79,528	5.90%	2.18%
铝	19,758	20,439	3.45%	19,611	20,129	20,717	5.64%	2.92%
铅	17,495	16,955	-3.09%	18,222	16,855	16,915	-7.17%	0.36%
锌	22,644	22,934	1.28%	23,569	22,529	22,286	-5.45%	-1.08%
锡	246,442	264,101	7.17%	259,579	263,187	268,828	3.56%	2.14%
镍	134,024	123,522	-7.84%	129,274	122,429	121,190	-6.25%	-1.01%

资料来源：ifind，民生证券研究院

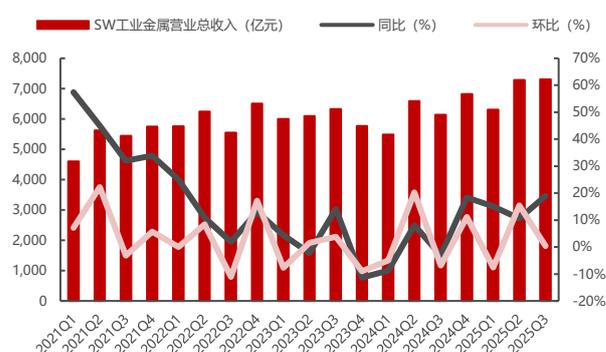
2025Q1-Q3 工业金属板块营收同比上涨 5.45%。2025Q1-Q3 基本金属价格普遍走高，均价同比多有所上涨，因此 2025Q1-Q3 工业金属板块营收同比上涨 5.45%，2025Q3，铜铝价格同比上涨明显，环比尽管也有上涨，但涨幅较小，因此工业金属板块营收同比、环比分别变动+18.99%和+0.33%。

图13：2025Q1-Q3 工业金属板块营收及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：2025Q3 工业金属板块营收及增速

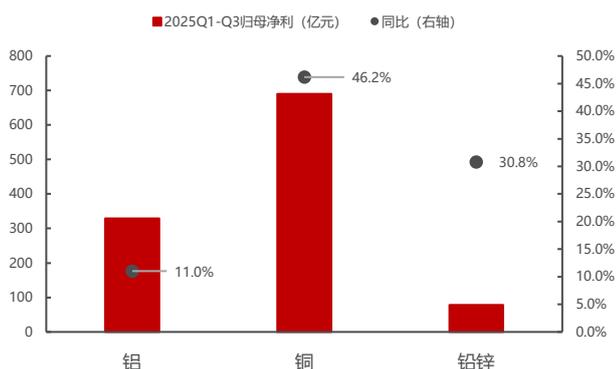


资料来源：ifind，民生证券研究院

2025Q1-Q3 工业金属子行业盈利:铜、铝、铅锌板块归母净利润均同比增加, 主要原因为金属价格普遍同比有所增长。2025Q1-Q3, 铝板块归母净利润合计 329.60 亿元、同比增长 11.0%, 铜板块归母净利润合计 690.06 亿元, 同比增加 46.2%; 铅锌板块归母净利润合计 78.16 亿元, 同比增加 30.8%。

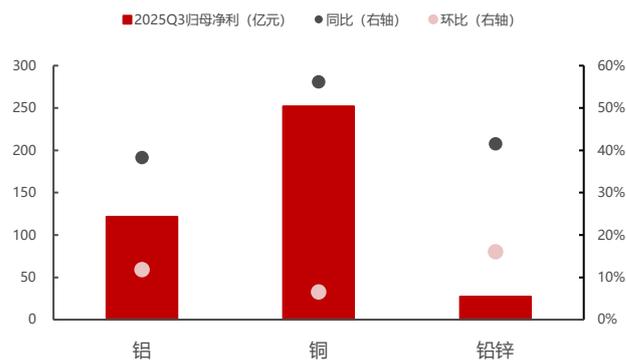
单季度来看, 2025Q3 基本金属价格铝、铜、锡同比上涨, 环比除锌、镍外均上涨, 叠加资产负债表持续改善以及产销量提升, 工业金属各板块归母净利润同环比均上升。细分来看, 2025Q3 铝、铜、铅锌行业的归母净利润分别为 121.39 亿元、251.94 亿元和 27.12 亿元, 同比增加 38%、56%和 42%, 环比增加 12%、7%和 16%。从扣非归母净利润来看, 2025Q3 铝、铜、铅锌扣非归母净利润为 117.29 亿元、232.01 亿元和 22.08 亿元, 同比增加 45%、61%和 14%, 环比变动+11%、+4%和-5%。

图15: 2025Q1-Q3 工业金属细分行业归母净利润及增速



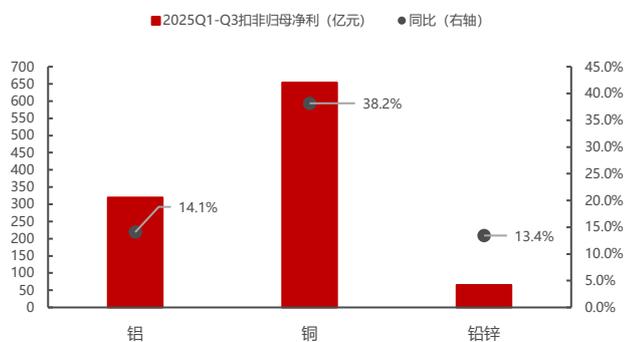
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 2025Q3 工业金属细分行业归母净利润及增速



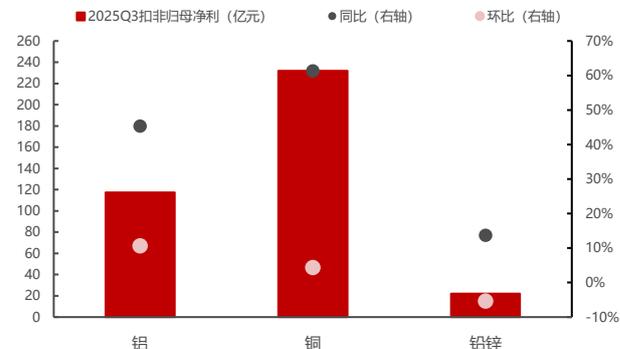
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 2025Q1-Q3 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速



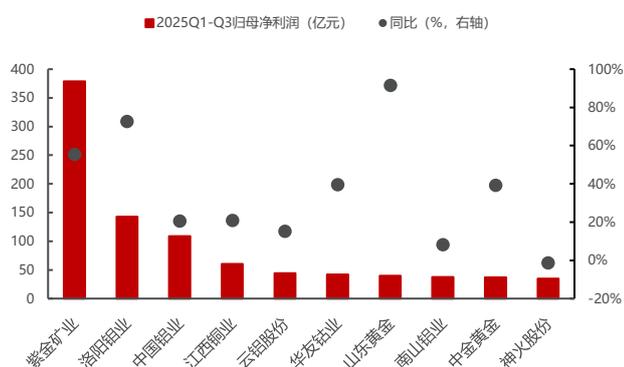
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图18: 2025Q3 工业金属细分行业扣非归母净利润及增速

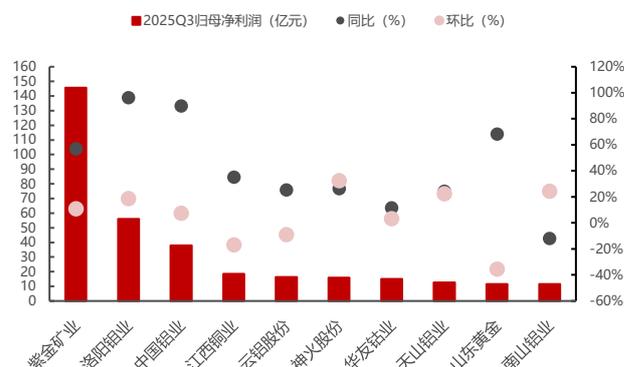


资料来源: ifind, 民生证券研究院

从个股来看: 2025Q1-Q3 工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (378.64 亿元)、洛阳钼业 (142.80 亿元)、中国铝业 (108.72 亿元)、江西铜业 (60.23 亿元)、云铝股份 (43.98 亿元); 2025Q3 归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (145.72 亿元)、洛阳钼业 (56.08 亿元)、中国铝业 (38.01 亿元)、江西铜业 (18.49 亿元)、云铝股份 (16.30 亿元)。2025Q3 由于铜铝价格环比上升, 大部分公司归母净利环比同步增长。

图19: 2025Q1-Q3 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图20: 2025Q3 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源: ifind, 民生证券研究院

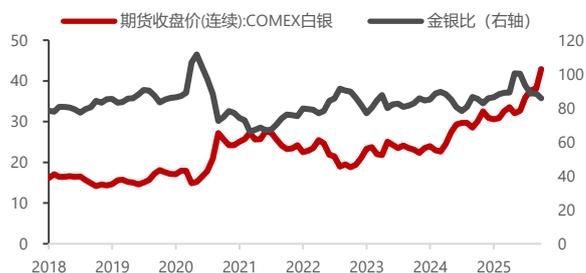
2.2 贵金属: 金价大幅上行, 板块业绩增长

整体而言: 2025Q3 黄金价格同比变化+39.88%, 环比+5.43%, 2025Q3 贵金属板块归母净利润同比+55.89%, 环比-12.81%。

2025Q3 期间 COMEX 黄金均价同比+39.88%, 环比+5.43%, 黄金价格整体上升, 最高值达 3827 美元/盎司。整体来看, 三季度美国 CPI 表现良好支撑降息, 7 月、8 月非农表现经常不及预期, 9 月非农因政府停摆问题未能发布, 美联储于 9 月和 10 月分别如期降息 25BP, 在美联储降息大背景以及美国政府停摆插曲下中美贸易谈判问题与地缘问题反复, 金价持续创新高。10 月下旬, 俄乌前线局势以及中美贸易摩擦缓解和讯号, 金价短期回调后已见企稳。

图21: 金价与美元指数


资料来源: wind, 民生证券研究院

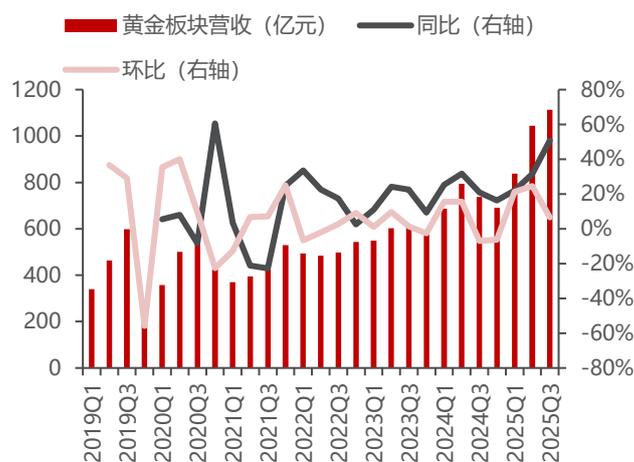
图22: 银价与金银比


资料来源: wind, 民生证券研究院

板块经营上, 2025Q1-Q3 申万黄金板块主要公司实现营业总收入 2995.43 亿元, 同比上升 35.02%。分季度看, 2025 年 Q3 黄金板块营收为 1112.90 亿元, 同比、环比分别变动+50.82%和+6.58%。

图23: 2025 年 Q1-Q3 黄金板块营收及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

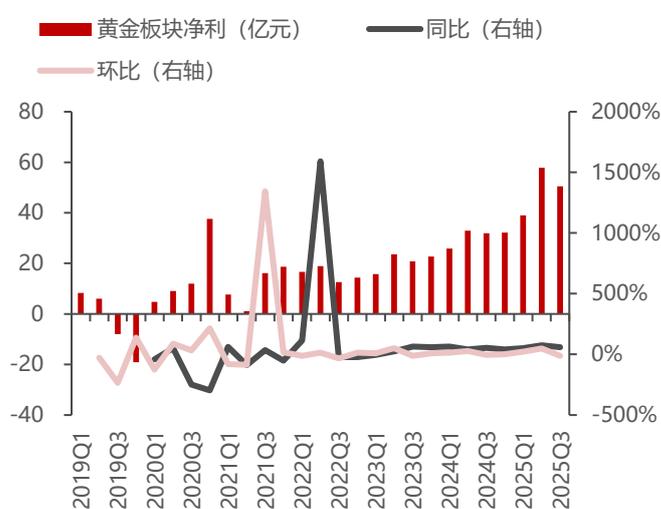
图24: 2025Q3 黄金板块营收及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

2025 年 Q1-Q3 黄金行业主要公司实现归属于母公司净利润 147.26 亿元, 同比变动+62.31%, 其中 2025 年 Q3 单季度黄金行业归母净利润 50.44 亿元, 同比、环比分别变动+57.89%和-12.81%。

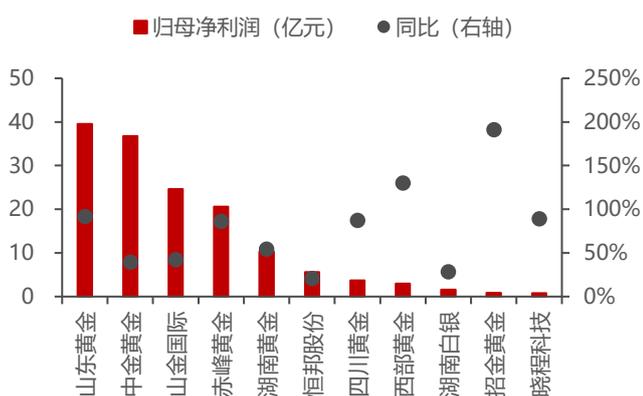
图25：Q1-Q3 黄金板块归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

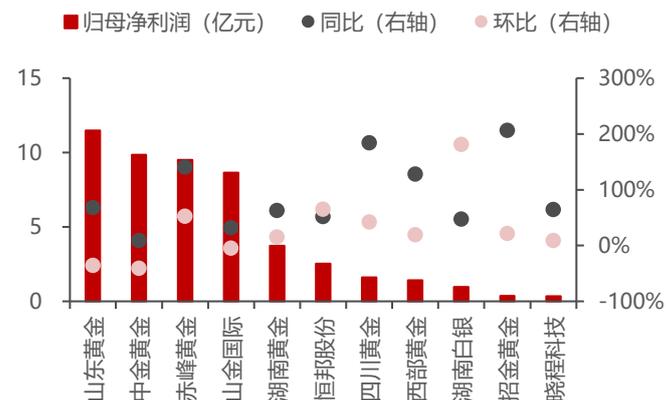
图26：2025Q3 黄金板块归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看，2025年Q1-Q3 贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的前三家公司分别为山东黄金(39.56亿元)、中金黄金(36.79亿元)和山金国际(24.60亿元)；2025年Q3 归母净利最高的前三家公司分别为山东黄金(11.48亿元)、中金黄金(9.84亿元)和赤峰黄金(9.51亿元)。

图27：Q1-Q3 黄金板块各公司归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2025Q3 黄金板块各公司归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 小金属：锂价触底反弹，钴钼钨价格上涨明显

锂价触底反弹，钴钼钨价格上涨明显。锂方面，由于供给减量加上需求超预期兑现，25Q3 电池级碳酸锂均价同比-8.0%，环比+12.7%，电池级氢氧化锂 Q3 均价同比-9.7%，环比+6.5%；钴方面，刚果金延长出口禁令，原料短缺加剧，25Q3

金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动+49.2%、+73.5%、+70.3%，环比变动+11.8%、+7.9%、+4.1%；战略小金属方面，价格表现分化，25Q3 镁锭、锑锭、氧化锆、钼精矿、金属钽、海绵钛、钨精矿价格同比变动-5.1%、+13.8%、-8.5%、+14.4%、+3.2%、+4.1%、+60.4%，环比变动+1.6%、-9.0%、-2.9%、+17.7%、-3.5%、-0.3%、+36.2%。

表8：各主要小金属品种价格涨跌幅

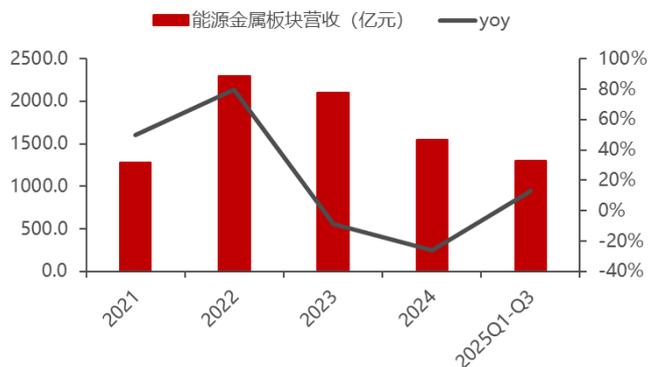
类别	24Q3	25Q2	25Q3	25Q3 同比	25Q3 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	5.2	6.1	6.6	27.6%	9.5%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	169.8	226.6	253.3	49.2%	11.8%
硫酸钴(20% 元/吨)	28,636	46,067	49,686	73.5%	7.9%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	119	195	203	70.3%	4.1%
金属锂(99.9% 元/吨)	789,153	562,583	570,254	-27.7%	1.4%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	79,492	64,892	73,122	-8.0%	12.7%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	75,941	64,342	68,547	-9.7%	6.5%
碳酸锂(工业级) 99.0% (元/吨)	76,237	63,370	71,412	-6.3%	12.7%
氢氧化锂(工业级, 96%中国 元/吨)	67,805	58,754	62,856	-7.3%	7.0%
镁锭(99.9% 元/吨)	17,879	16,688	16,959	-5.1%	1.6%
锑锭(99.65% 元/吨)	155,890	213,400	177,364	13.8%	-16.9%
金属铬(99% 元/吨)	63,950	69,350	63,131	-1.3%	-9.0%
氧化锆(99.99% 元/公斤)	10,900	10,272	9,973	-8.5%	-2.9%
钼精矿(45% 元/吨度)	3,681	3,578	4,212	14.4%	17.7%
金属钽(99.95% 元/公斤)	2,405	2,572	2,482	3.2%	-3.5%
海绵钛(99.7%中国 元/吨)	48,102	50,225	50,051	4.1%	-0.3%
钨精矿(WO3 65%中国 元/吨)	135,415	159,550	217,229	60.4%	36.2%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

分板块来看，能源金属 2025Q1-Q3 营业收入同比+13.1%至 1298.0 亿元，归母净利润同比+385.5%至 97.7 亿元，主要由于锂、钴板块业绩改善所致。

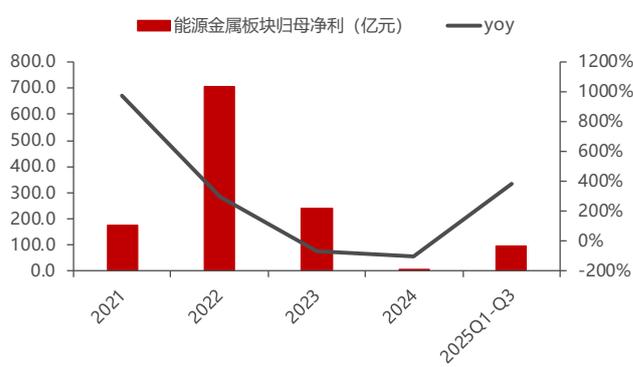
分板块业绩来看：受锂价止跌反弹影响，锂板块 2025Q1-Q3 归母净利合计同比+279.5%至 96.99 亿元，25Q3 归母净利润 49.48 亿元，环比+124.4%；钴板块 2025Q1-Q3 营业收入同比+26.4%至 912.8 亿元，归母净利同比+25.5%至 69.1 亿元，25Q3 营业收入 335.8 亿元，环比+7.5%，归母净利润 25.5 亿元，环比-3.9%。

图29: SW 能源金属板块营收及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图30: SW 能源金属板块归母净利及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

2.3.1 锂板块: Q3 锂价触底反弹, 龙头企业扭亏为盈

供给端扰动持续, 锂价止跌反弹。2025Q3 江西矿证问题引发供给端减量, 产业链下游正极材料企业和电池企业由于需求超预期开始备库, 供应减少加之需求超预期下碳酸锂过剩格局缓解, 锂价止跌反弹。2025Q3 电池级碳酸锂价格环比+12.7%, 同比-8.0%, 电池级氢氧化锂价格环比+6.5%, 同比-9.7%。

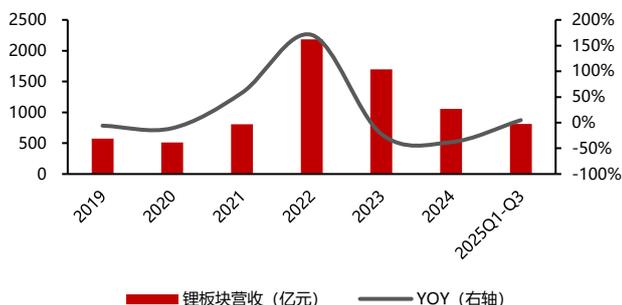
表9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅

类别	单位	2024Q3	2025Q2	2025Q3	25Q3 同比	25Q3 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	789153	562583	570254	-27.7%	1.4%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	79492	64892	73122	-8.0%	12.7%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	75941	64342	68547	-9.7%	6.5%
碳酸锂(工业级, 99.0%)	元/吨	76237	63370	71412	-6.3%	12.7%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	67805	58754	62856	-7.3%	7.0%

资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

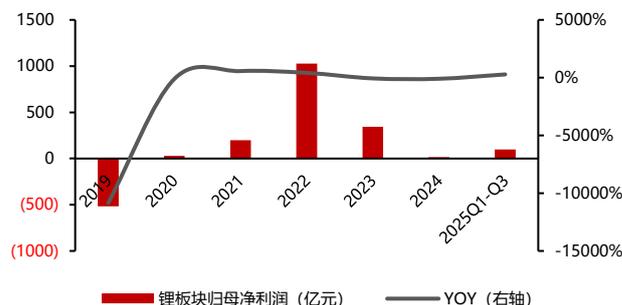
板块业绩修复, 25Q3 龙头企业扭亏为盈。锂板块 25Q1-Q3 营业收入同比+4.8%至 810.8 亿元, 归母净利同比+279.5%至 96.99 亿元; 锂板块 25Q3 营业收入 305.6 亿元, 环比+13.7%, 归母净利润 49.5 亿元, 环比+124.4%。从板块个股来看, 25Q1-Q3 天齐锂业归母净利润 1.8 亿元, 同比大幅扭亏, 赣锋锂业归母净利润 0.3 亿元, 同比扭亏为盈, 盐湖股份归母净利 45.0 亿元, 同比+43.3%; **单季度看**, 2025Q3 天齐锂业归母净利润 1.0 亿元, 环比扭亏, 赣锋锂业归母净利 5.6 亿元, 环比扭亏, 盐湖股份归母净利 19.9 亿元, 环比+45.0%。

图31: 锂板块营业收入



资料来源: wind, 民生证券研究院

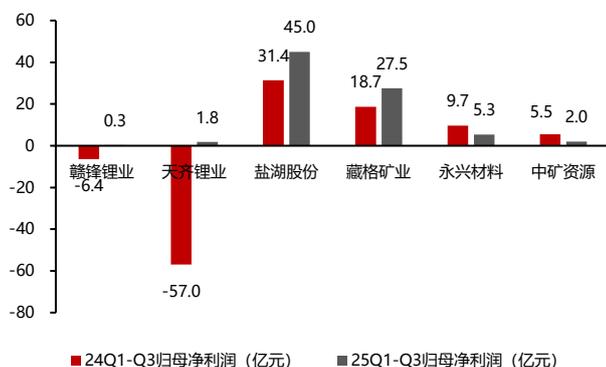
图32: 锂板块归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

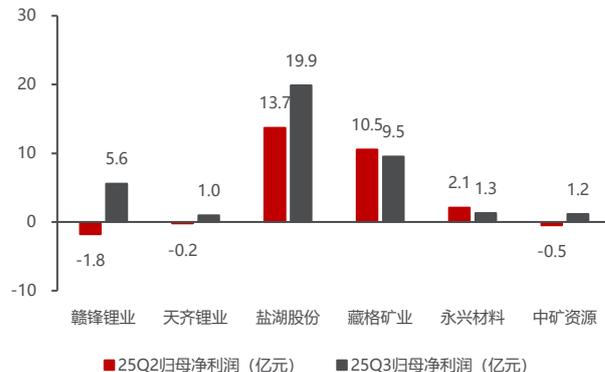
注: 锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、融捷股份、藏格矿业、盐湖股份、盛新锂能、江特电机、中矿资源、天华超净、永兴材料等样本企业

图33: 25Q1-Q3 锂板块主要公司归母净利润



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图34: 25Q3 锂板块主要公司归母净利润



资料来源: ifind, 民生证券研究院

2.3.2 钴板块: 钴价上涨叠加非钴业务支撑, 龙头业绩继续增长

刚果金延长出口禁令, 钴价继续上涨。2025年2月刚果金政府暂停钴出口, 6月继续延长出口禁令, Q3末出口配额制落地, 刚果金挺价态度坚决, 原料短缺加剧, 钴价上涨明显。25Q3 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动+49.2%、+73.5%、+70.3%, 环比变动+11.8%、+7.9%、+4.1%。

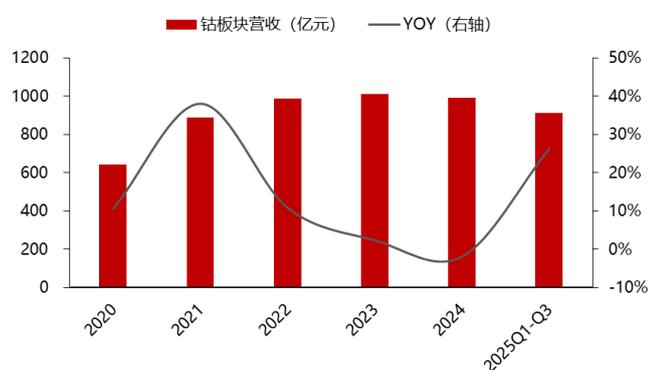
表10: 钴价涨跌幅

类别	24Q3	25Q2	25Q3	25Q3 同比	25Q3 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	5.2	6.1	6.6	27.6%	9.5%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	169.8	226.6	253.3	49.2%	11.8%
硫酸钴(20% 元/吨)	28,636	46,067	49,686	73.5%	7.9%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	119	195	203	70.3%	4.1%

资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

钴价上涨叠加非钴业务贡献，龙头业绩表现亮眼。钴板块 2025Q1-Q3 营业收入同比+26.4%至 912.8 亿元，归母净利同比+25.5%至 69.1 亿元；25Q3 营业收入 335.8 亿元，环比+7.5%，归母净利润 25.5 亿元，环比-3.9%。**分个股来看，**2025Q1-Q3 华友钴业归母净利 42.2 亿元，同比+39.6%，主要由于钴价上涨及镍业绩贡献增加，盛屯矿业归母净利 17.0 亿元，同比+0.1%，腾远钴业归母净利 7.5 亿元，同比+21.7%，寒锐钴业归母净利 2.4 亿元，同比+42.6%；**单季度看，**华友钴业归母净利润 15.1 亿元，环比+3.2%，盛屯矿业归母净利 6.5 亿元，环比-14.8%，腾远钴业归母净利 2.8 亿元，环比-18.4%，寒锐钴业归母净利 1.1 亿元，环比+31.6%。

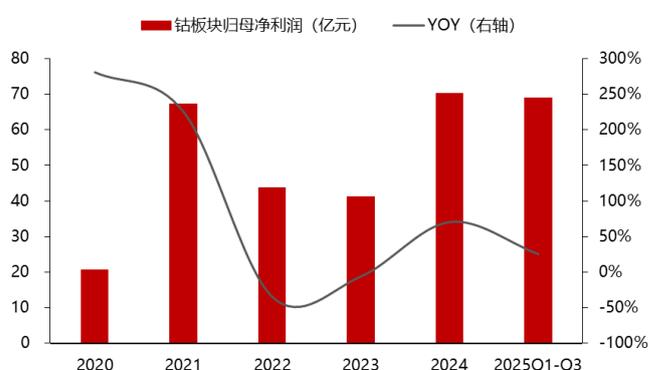
图35：钴板块营业收入



资料来源：ifind，民生证券研究院

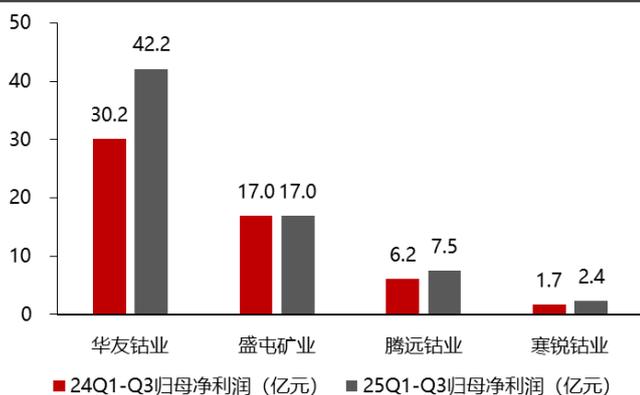
注：板块包括盛屯矿业、华友钴业、寒锐钴业、腾远钴业四家公司，下同。

图36：钴板块归母净利



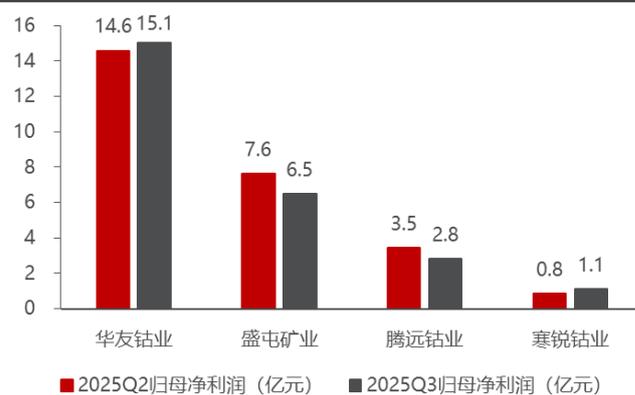
资料来源：ifind，民生证券研究院

图37：2025Q1-Q3 钴板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

图38：2025Q3 钴板块主要公司归母净利润



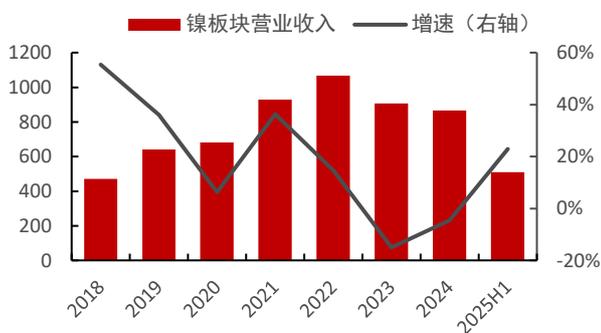
资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.3 镍板块：镍价底部企稳，镍板块盈利同比显著提升

2025H1 镍价底部震荡，但板块业绩同比持续提升。具体来看，2025Q2 电解镍价格 126044 元/吨，同比-8.50%，环比-1.61%；硫酸镍价格 29341 元/吨，同

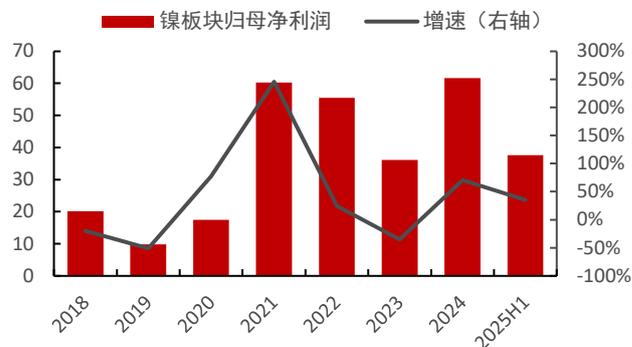
比-9.26%，环比+0.19%。2025H1 镍板块整体实现营收 510.10 亿元（不包含力勤资源），同比+23%，实现归母净利润 37.64 亿元（不包含力勤资源），同比+35%。

图39：镍板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图40：镍板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

表11：镍主要产品涨跌幅

类别	2025Q2	2025Q1	25Q2 同比	25Q2 环比
电解镍价格 (元/吨)	126,044	128,110	-8.50%	-1.61%
镍铁价格 (折算成金属吨, 元/吨)	96,897	97,652	1.38%	-0.77%
硫酸镍价格 (元/吨)	29,341	29,285	-9.26%	0.19%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

注：选取盛屯矿业、华友钴业为样本。

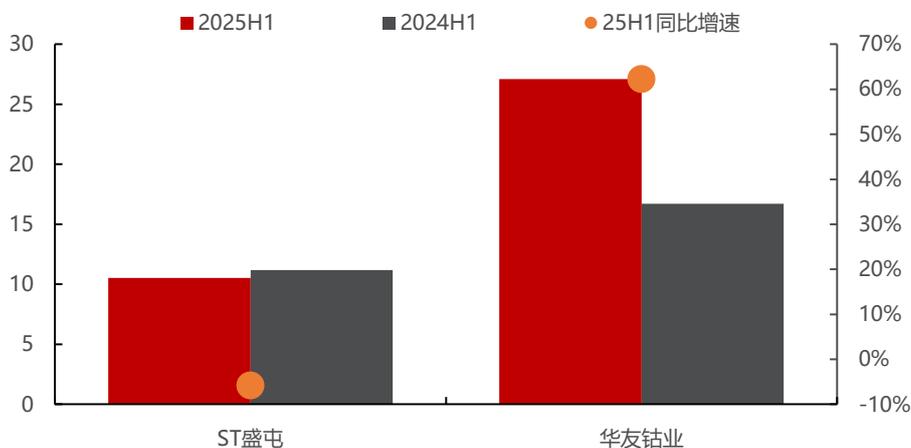
图41：我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

分公司来看，华友钴业业绩表现相对较好，主要系公司华飞项目达产，镍产量同比大幅提升。2025H1 华友钴业实现归母净利润 27.11 亿元，同比+62.26%；盛屯矿业实现归母净利润 10.53 亿元，同比-5.79%。

图42：2025 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元）

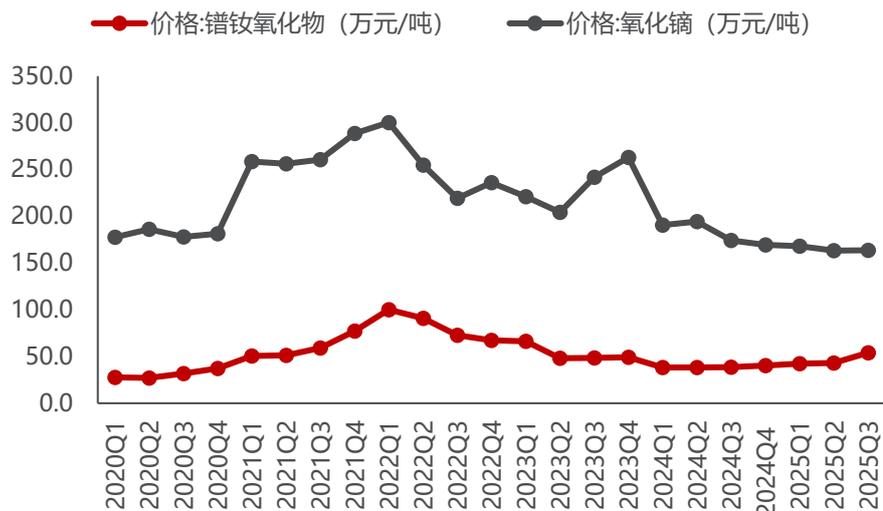


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.4 稀土板块：稀土价格整体上行，板块业绩边际改善

稀土板块中，2025Q1-Q3 氧化镨钕价格同比上涨，氧化镝价格同比略有下降。季度来看，2025Q3，氧化镨钕价格环比明显反弹，环比增长 24.7%。得益于出口恢复，海外企业补库，以及国内的供应管控趋严，稀土价格三季度上涨明显。

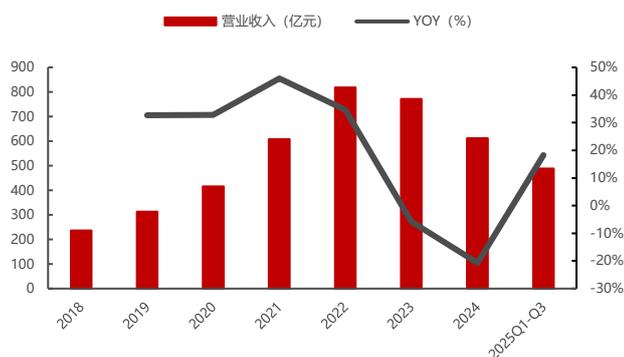
图43：2025Q3 国内稀土价格底部反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

稀土价格强势反弹，稀土板块公司业绩同比大幅好转。稀土板块营业收入 2025Q1-Q3 同比上涨 18.3%至 489.03 亿元，稀土板块归母净利润 2025Q1-Q3 同比上涨 1663%至 27.71 亿元，涨幅较大主要是去年同期稀土价格较低，部分公司出现亏损，导致板块合计的盈利基数差，今年稀土价格大幅上涨，盈利大幅好转。

图44：2018-2025 Q1-Q3 稀土板块营业收入 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图45：2018-2025Q1-Q3 稀土板块归母净利润(亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

从个股来看, 2025Q1-Q3 稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土 (15.41 亿元, 同比+280%)、盛和资源 (7.88 亿元, 同比+784%)、中国稀土 (1.92 亿元, 同比扭亏为盈)、广晟有色 (1.28 亿元, 同比扭亏为盈); 2025Q3, 稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为北方稀土 (6.10 亿元, 环比+22%)、盛和资源(4.11 亿元, 环比+97%)、广晟有色(0.55 亿元, 环比+118%)、中国稀土 (0.30 亿元, 环比-66%)。

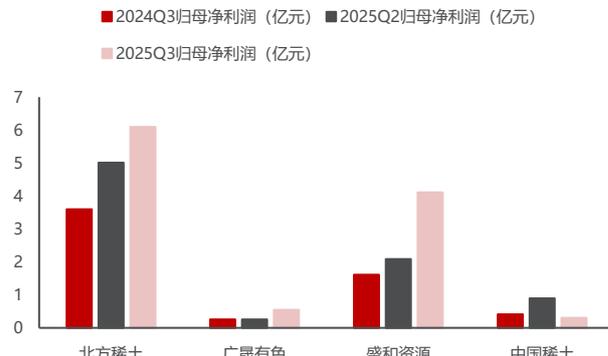
图46：2025Q1-Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 盛和资源同比增速 748%

图47：2025Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)

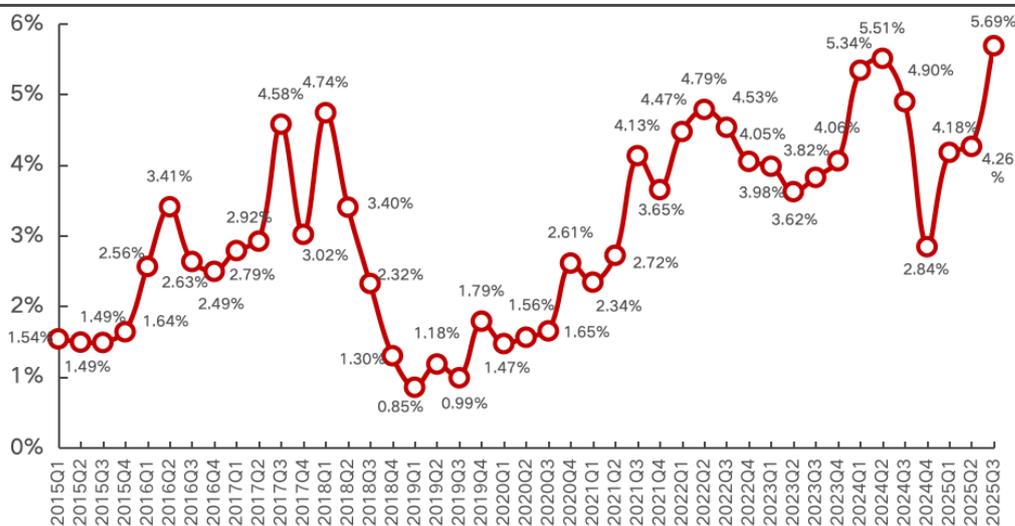


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 机构持仓：2025Q3 持仓创新高

从机构持仓市值角度来看：SW 有色 2025Q3 基金持仓比例环比提升 1.43pct 至 5.69%。工业金属方面，2025Q3 供给曲线依旧陡峭，需求端国内需求受政策刺激预期较强，工业金属价格整体高位震荡。能源金属方面，钴价中枢受到刚果金出口限制政策影响持续抬升；锂价受江西锂矿减产停产等供给扰动影响有所抬升；稀土磁材受出口管制政策扰动价格波动较大；镍供需格局较为过剩，价格低位震荡。贵金属方面，美国降息落地，美国关税不确定性叠加地缘冲突不断带来的黄金避险需求提升，金价创历史新高。25Q3 有色板块整体表现较好，铜、钴、贵金属、稀土等板块部分个股增持仓位较大。

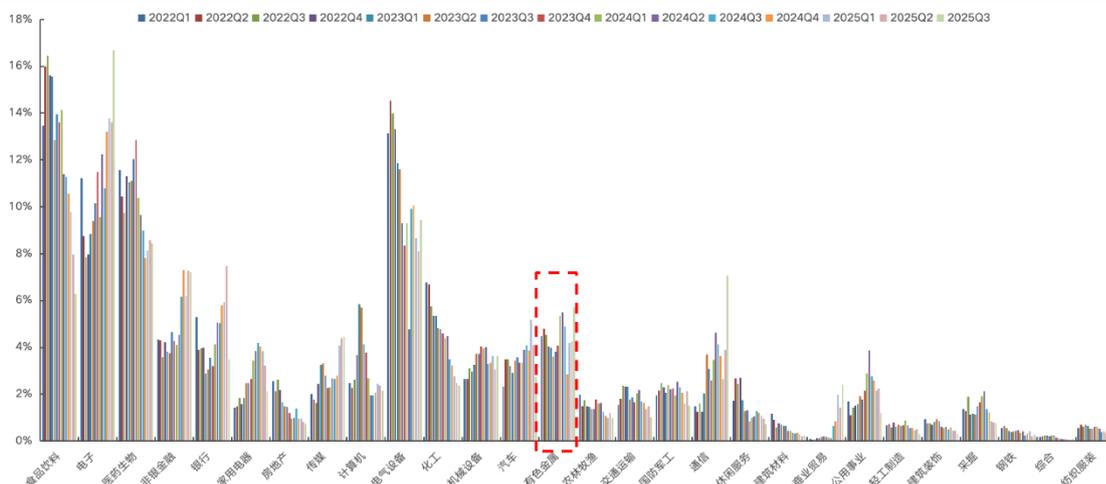
图48：有色基金持仓市值比例环比提升 1.43pct 至 5.69%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：25Q3 统计口径略有调整，结合申万一级分类（2021）新纳入部分港股及近期上市个股。

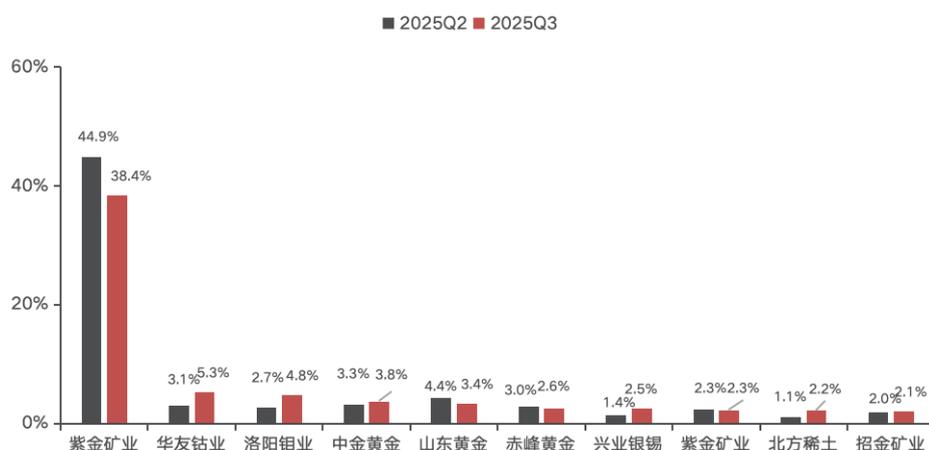
图49：2025Q3 有色行业公募持仓比例为 5.69%，环比 2025Q2 提升 1.43pct



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：有色金属板块公募基金持仓前 10 家企业的持仓占比从 2025Q2 的 68.17% 降低至 2025Q3 的 67.42%，紫金矿业持仓占比从 44.9% 降低至 38.37%，仍居行业第一。2025Q3 公募基金持仓前 10 家公司合计 1550.50 亿元，占全部有色板块的持仓由 2025Q2 的 68.17% 降低至 2025Q3 的 67.42%，分别为 A 股紫金矿业 882.35 亿元 (38.37%)、华友钴业 121.77 亿元 (5.29%)、洛阳钼业 110.82 亿元 (4.82%)、中金黄金 86.65 亿元 (3.77%)、山东黄金 77.80 亿元 (3.38%)、赤峰黄金 59.94 亿元 (2.61%)、兴业银锡 58.62 亿元 (2.55%)、H 股紫金矿业 53.17 亿元 (2.31%)、北方稀土 50.92 亿元 (2.11%)、招金矿业 48.42 亿元 (2.11%)。其中紫金矿业的基金持仓占比从 2025Q2 的 44.9% 降低至 2025Q3 的 38.4%，仍居行业第一。

图50：2025Q3 公募基金大量配置紫金矿业，占比为 38.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

表12：有色板块 2025Q3 基金持股市值前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	2025Q3 基金有色板块持仓占比 (%)
601899.SH	紫金矿业	1,598	133	299,715	-2,717	14.56%	882.36	38.37%
603799.SH	华友钴业	373	79	18,479	7,478	9.81%	121.78	5.29%
603993.SH	洛阳钼业	378	92	70,587	28,377	4.04%	110.82	4.82%
600489.SH	中金黄金	218	65	39,516	10,162	8.15%	86.66	3.77%
600547.SH	山东黄金	237	59	19,783	1,697	5.47%	77.81	3.38%
600988.SH	赤峰黄金	202	65	20,265	4,686	12.18%	59.95	2.61%
000426.SZ	兴业银锡	147	47	17,824	6,200	10.04%	58.62	2.55%
2899.HK	紫金矿业	150	51	17,866	1,027	0.67%	53.18	2.31%
600111.SH	北方稀土	51	33	10,542	4,963	2.92%	50.92	2.21%
1818.HK	招金矿业	126	41	16,966	2,770	5.89%	48.42	2.11%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：钴、贵金属等金属板块个股增持仓位较大。2025Q3 公

募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为紫金矿业 (A 股) 被减仓 2716.73 万股 (市值占比 44.9%→38.4%，但由于股价上涨，持股市值环比增加靠前)、华友钴业被增仓 7477.88 万股 (市值占比 3.1%→5.3%)、洛阳钼业被增仓 28376.79 万股 (市值占比 2.7%→4.8%)、中金黄金被增仓 10162.16 万股 (市值占比 3.3%→3.8%)、兴业银锡被增仓 6200.00 万股 (市值占比 1.4%→2.5%)。紫金矿业 (A 股) 25Q3 的基金持仓市值占比从 44.9%降低至 38.4%，但由于股价上涨，25Q3 基金持股增仓市值位居行业增仓第一。

表13: 2025Q3 基金增仓市值 top10

代码	名称	2025Q2 基金持仓占比	2025Q3 基金持仓占比	2025Q2 基金持股总市值(亿元)	2025Q3 基金持股总市值(亿元)	2025Q3 基金增仓 (亿元)
601899.SH	紫金矿业	44.92%	38.37%	558.00	589.74	882.36
603799.SH	华友钴业	3.10%	5.29%	33.96	40.73	121.78
603993.SH	洛阳钼业	2.71%	4.82%	22.67	35.54	110.82
600489.SH	中金黄金	3.27%	3.77%	32.34	42.95	86.66
000426.SZ	兴业银锡	1.40%	2.55%	4.99	18.37	58.62
000630.SZ	铜陵有色	0.14%	1.76%	0.90	1.86	40.54
600111.SH	北方稀土	1.06%	2.21%	12.97	13.89	50.92
002460.SZ	赣锋锂业	1.16%	2.01%	16.40	15.23	46.20
1787.HK	山东黄金	1.34%	1.86%	15.86	17.55	42.79
2899.HK	紫金矿业	2.35%	2.31%	31.18	30.79	53.18

资料来源: wind, 民生证券研究院

从个股减持方面来看: 电解铝板块 25Q3 减仓较多。25Q3 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为: 广晟有色被减仓 2233.98 万股 (市值占比 1.11%→0.13%)、云铝股份被减仓 9389.94 万股 (市值占比 2.06%→0.68%)、西部材料被减仓 4435.07 万股 (市值占比 0.69%→0.01%)、神火股份被减仓 4884.16 万股 (市值占比 1.04%→0.29%)、楚江新材被减仓 5556.53 万元 (市值占比 0.49%→0.04%)。

表14: 2025Q3 基金减仓市值 top10

代码	名称	2025Q2 基金持仓占比	2025Q3 基金持仓占比	2025Q2 基金持股总市值(亿元)	2025Q3 基金持股总市值(亿元)	2025Q3 基金增减仓 (亿元)
600259.SH	广晟有色	1.11%	0.13%	1.55	14.52	2.89
000807.SZ	云铝股份	2.06%	0.68%	39.34	27.09	15.58
002149.SZ	西部材料	0.69%	0.01%	16.72	9.06	0.23
000933.SZ	神火股份	1.04%	0.29%	34.89	13.68	6.67
002171.SZ	楚江新材	0.49%	0.04%	10.95	6.38	0.97
603612.SH	索通发展	0.44%	0.15%	5.38	5.72	3.50
600331.SH	宏达股份	0.17%	0.00%	1.99	2.21	0.03
002756.SZ	永兴材料	0.21%	0.05%	0.82	2.82	1.19
002155.SZ	湖南黄金	2.16%	1.16%	28.43	28.33	26.78
2600.HK	中国铝业	0.51%	0.24%	8.71	6.75	5.47

资料来源: wind, 民生证券研究院

4 2025Q4 展望：供给扰动加剧，拥抱资源大周期

4.1 工业金属：供给持续趋紧，AI 拉动边际需求，全球宽松周期下金属价格中枢抬升

9-10 月降息落地，金融属性利好持续。美联储的降息政策可以对市场情绪和资金流动产生影响，其背后的原因简单来讲可以理解市场预期美联储的宽松货币政策，导致美元贬值，美元指数回落，以美元计价的大宗商品价格上涨。关税扰动下美国通胀底部抬升，但涨幅可控，失业率底部抬升，美联储 7 月以来降息预期持续抬升。美国 7 月“大而美”法案过会，美国政策财政扩张重启，24Q4 到 25 年宏观进入到了财政+货币双宽松格局，有利于工业金属价格上涨。10 月 29 日美联储议息会议中鲍威尔给过高的降息预期泼了一盆冷水，直言由于美国政府关门导致数据不足，12 月降息并非板上钉钉，导致风险资产整体回调，但考虑到美国政府开门后经济数据恢复，目前的降息预期回摆或将重新上扬，展望 25 年，全球宽松仍是主线。

图51：美国通胀保持稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

图52：美国失业率底部抬升



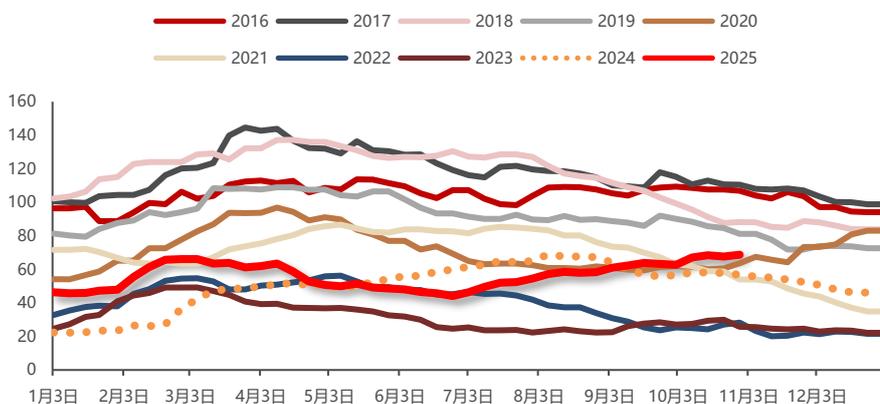
资料来源：wind，民生证券研究院

对铜而言：展望 2025Q4&2026 年，矿端维持紧张格局，再生铜供应受到挑战，冶炼厂原料不足的问题进一步凸显，上半年海外冶炼厂陆续减产，但部分影响被国内增产抵消，后续产量或将面临较大压力，而需求端传统领域需求韧性十足，新兴领域需求占比接近 20%，新能源车和风电光伏的新兴领域需求快速拉动铜整体需求上行，AI 数据中心拉动边际需求，宏观降息周期下供需紧平衡，铜价中枢有望上行。

从库存来看，从全球显性库存来看，交易所及保税区库存年初季节性累库后出现了持续的去库，但随着淡季来临，7 月又重新开始累库，9-10 月进入旺季，但是由于铜价持续上涨，下游需求较弱，整体库存仍在累库。截至 2025 年 10 月 30 日，三大期货交易所+上海保税区铜库存合计为 68.76 万吨，同比去年同期高了 12

万吨。但值得注意的是，全球显性库存的抬升分区域来看主要来自于 COMEX 铜库存的增长，剔除 COMEX 库存来看，LME 和 SHFE 库存同比下降。

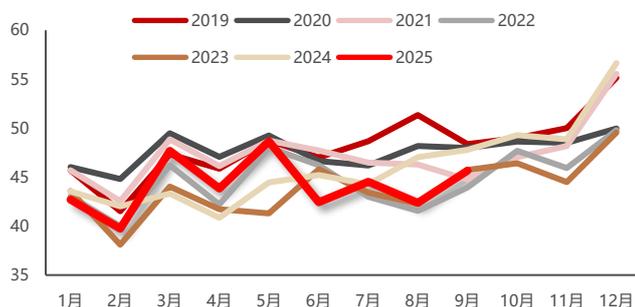
图53：2025年10月30日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为68.76万吨（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

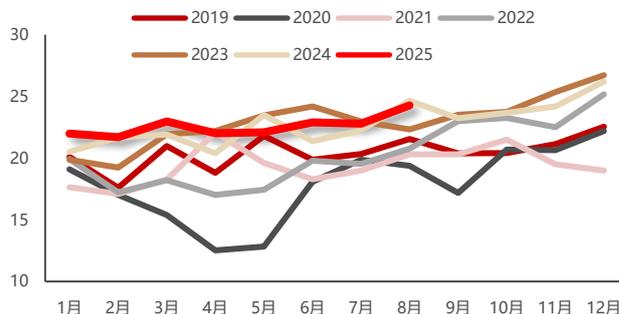
矿端供给仍然较为紧张：根据 ICSG 最新统计数据，2025 年 1-8 月全球矿山铜产量为 1535 万吨，同比增长 3.2%。全球第一大铜矿生产国智利面临着矿石品位下滑、矿山减停产等不确定性风险，矿产铜产量恢复缓慢。2025 年 1-9 月智利的矿产铜产量为 397.6 万吨，同比下降 0.24%，第二大铜矿生产国秘鲁 2025 年 1-8 月铜产量为 180.8 万吨，同比增长 2.58%。2025 年 1-7 月中国矿产铜产量为 99.88 万吨，同比增长 2.05%。

图54：2025年1-9月，智利矿产铜产量同比下降0.24%（单位：万吨）



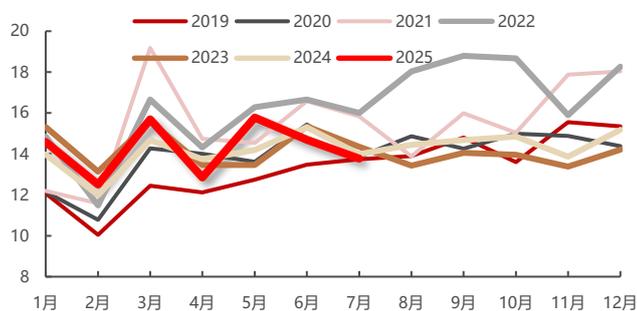
资料来源：智利国家统计局，民生证券研究院

图55：2025年1-8月，秘鲁矿产铜产量同比增长2.58%（单位：万吨）



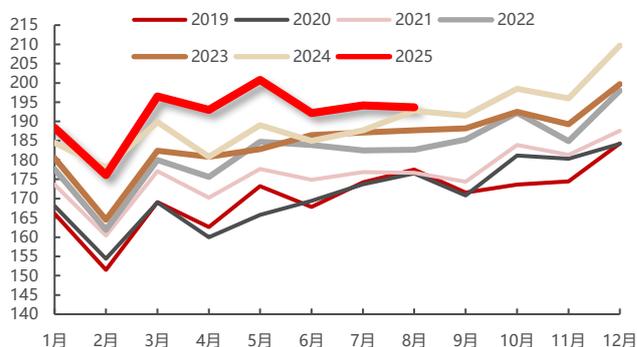
资料来源：秘鲁能源和矿业部，民生证券研究院

图56: 2025年1-7月,中国矿产铜产量同比增长2.05% (单位:万吨)



资料来源:中国统计局,民生证券研究院

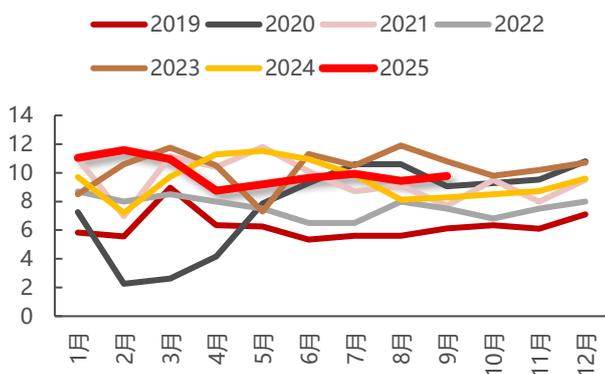
图57: 2025年1-8月,全球矿产铜产量同比增长3.2% (单位:万吨)



资料来源:ICSG,民生证券研究院

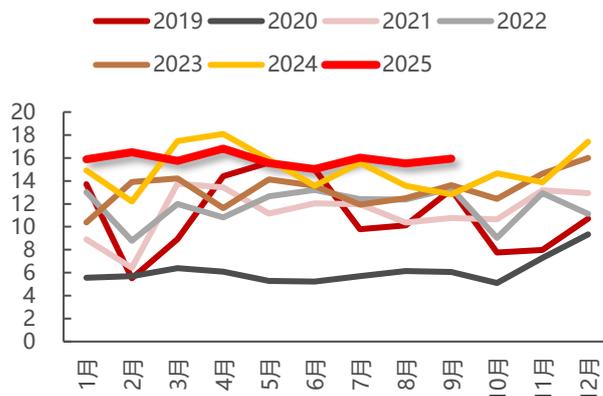
2024 年废铜供应呈现国内收缩,进口增长的态势,我们预计 2025 年再生铜供应维持稳定供应增长,受制于废铜原料供应,再生铜难以大幅增长。2025 年 1-9 月废铜供应同比增长 5.7%至 233.3 万吨,基本与 24 年增速持平,其中 2025 年 1-9 月国内废铜产量同比增长 4.2%, 2025 年 1-9 月,进口废铜同比增长 6.7%。近期 770 号文出台,再生铜企业受到补贴退坡影响开工率下降,后续再生铜供应或将更加紧张。

图58: 2025年1-9月,国内废铜产量同比增长4.2% (单位:万吨)



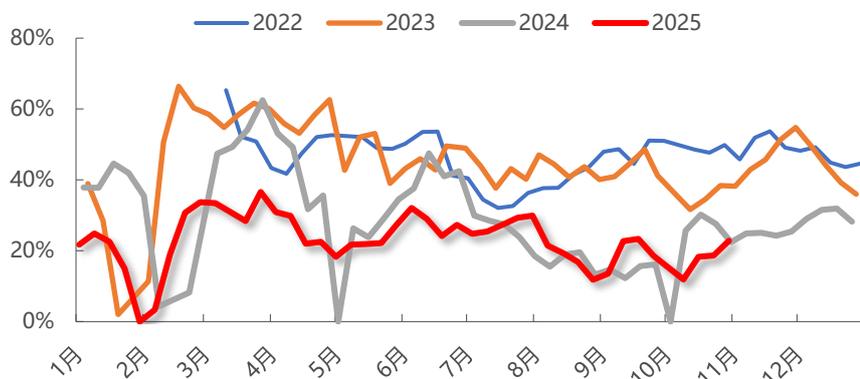
资料来源:SMM,民生证券研究院

图59: 2025年1-9月,进口废铜同比增长6.7% (单位:万吨)



资料来源:SMM,民生证券研究院

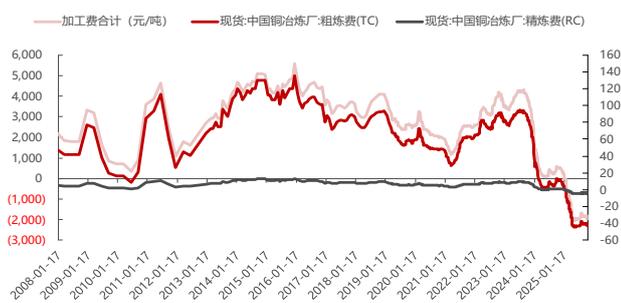
图60：2025年10月30日再生铜制杆周度开工率保持22.8%的低位



资料来源：SMM，民生证券研究院

2025年年初以来，国内铜冶炼厂现货冶炼加工费进一步下跌，减产势在必行。截至2025年10月31日，SMM进口铜精矿指数（周）报-42.06美元/吨。由于现货冶炼加工费长期维持低位，2025年长单价格下降至21.25美元/吨，铜精矿现货保持紧张的格局，因此现货盈利维持亏损状态，后续随着新一年的长单谈判渐行渐近，长单冶炼加工费或将承担较大压力，加上废铜的补充难以持续，冶炼厂减产势在必行。

图61：现货冶炼加工费维持低位



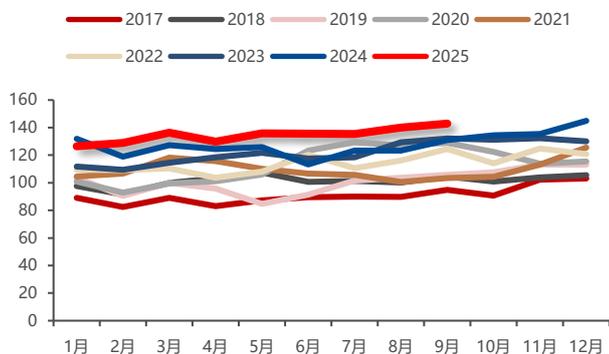
资料来源：SMM，民生证券研究院

图62：长单和现货冶炼盈利均出现明显下跌

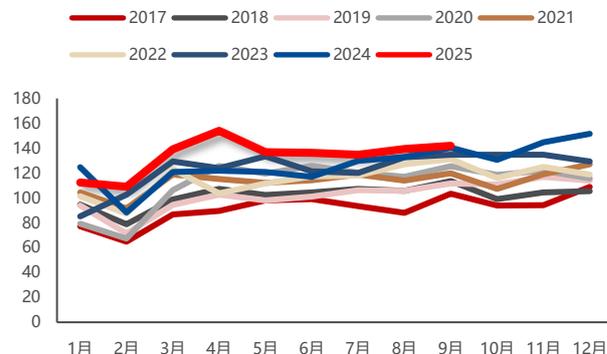


资料来源：SMM，民生证券研究院

下游需求受新兴领域需求拉动：传统领域需求韧性十足，新兴领域如新能源车和风电光伏等带来的需求占比已经接近20%，后续新兴领域需求的持续增长将拉动铜整体需求上行。此外，AI发展对电力的需求与日俱增，电力对铜的拉动明显，未来AI的快速发展或将成为铜的新一轮需求驱动力。

图63：2025年1-9月铜表观消费同比增长8.2%


资料来源：SMM，民生证券研究院

图64：2025年1-9月铜实际消费（考虑库存变化）同比增长9.8%


资料来源：SMM，民生证券研究院

表15：数据中心用铜量测算

地区 / 范围	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总装机容量 (GW)								
全球	83	97	115	138	162	184	205	226
北美洲	35	43	52	62	74	85	96	102
美国	35	42	50	60	73	83	93	100
中美洲和南美洲	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
欧洲	15	16	17	19	21	23	25	27
非洲	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
中东	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
亚太地区	30	36	44	55	65	74	83	92
中国	20	24	30	38	46	53	60	67
新增装机容量		14	18	23	24	22	21	21
低能耗情景--铜消耗量 (千吨/GW)								
低能耗情景--铜消耗量 (千吨/GW)	27	27	27	27	27	27	27	27
中能耗情景--铜消耗量 (千吨/GW)								
中能耗情景--铜消耗量 (千吨/GW)	46	46	46	46	46	46	46	46
高能耗情景--铜消耗量 (千吨/GW)								
高能耗情景--铜消耗量 (千吨/GW)	66	66	66	66	66	66	66	66
合计铜消耗量 (千吨) -低能耗								
合计铜消耗量 (千吨) -低能耗	2241	2619	3095	3719	4373	4958	5534	6102
其中: 美国	945	1134	1361	1633	1960	2253	2524	2700
中国	540	648	810	1037	1244	1431	1617	1809
合计铜消耗量 (千吨) -中能耗								
合计铜消耗量 (千吨) -中能耗	3851	4501	5320	6391	7515	8521	9511	10486
其中: 美国	1624	1949	2339	2806	3368	3873	4337	4640
中国	928	1114	1392	1782	2138	2459	2778	3109
合计铜消耗量 (千吨) -高能耗								
合计铜消耗量 (千吨) -高能耗	5461	6383	7544	9064	10657	12083	13487	14871

其中: 美国	2303	2764	3316	3980	4776	5492	6151	6580
中国	1316	1579	1974	2527	3032	3487	3940	4409
当年铜消耗量 (千吨) -低能耗	378	476	624	654	585	576	568	568
其中: 美国	189	227	272	327	294	270	176	176
中国	108	162	227	207	187	186	192	192
当年铜消耗量 (千吨) -中能耗	650	819	1072	1124	1006	990	976	976
其中: 美国	325	390	468	561	505	465	303	303
中国	186	278	390	356	321	320	330	330
当年铜消耗量 (千吨) -高能耗	921	1161	1520	1593	1426	1404	1384	1384
其中: 美国	461	553	663	796	716	659	429	429
中国	263	395	553	505	455	453	468	468

资料来源: 国际能源署 (IEA), Data Center Knowledge and CNET, 施耐德电气, 民生证券研究院测算

电解铝板块: 供给侧改革后周期, 盈利继续扩张。

供给端: 国内产能天花板约束, 2025 年净增产能 65 万吨。国内电解铝在建项目较少, 并且大部分是置换产能, 净增产能较少, 根据我们对项目的梳理, 2024 年国内新投产电解铝产能 72 万吨, 但大部分产能是指标转移及置换, 2024 年净增产能仅有 37 万吨, 2025 年新投产产能 140 万吨, 净增产能 65 万吨。置换产能并不能形成有效供应, 有效新增产能寥寥。

表16: 国内电解铝产能变动 (万吨)

省份	项目	远期新建及 拟建产能	产能 净增	预计投产 时间	2024 投 产产能	2025 投 产产能	2026 及 远期投产 产能	备注
新疆	农六师铝业	55	20	2025 年	20	35	0	合规指标共计 190 万吨, 目前运行 170 万吨, 通过搬迁扩建将部分产能转移到准东, 达到 190 万吨。该项目 24 年 10 月份通电投产, 达产仍需一段时间。
新疆	天山铝业	20	20	2025 年	0	20	0	合规指标 140 万吨, 剩余 20 万吨指标计划 25 年下半年投产
青海	中铝青海	50	10	2025 年	0	50	0	计划建设 50 万吨 600KA 电解铝厂区, 建成之后停掉现有的 40 万吨, 另外从云南厂转移 10 万吨指标
青海	海源绿能	11	11	-	0	0	11	电解铝指标共 35 万吨, 前期 24 万吨复产完毕, 剩余 11 万吨待建设待投产
四川	广元弘昌晟	13	13	-	0	0	13	2021 年拍卖成交, 后期要扩建至总产能 25 万吨, 目前暂未建设
内蒙	扎铝二期	35	35	2025 年	0	35	0	有指标 35 万吨, 计划 2024 年开始建设, 2025 年投产
内蒙	华云三期	42	17	2024 年	42	0	0	24 年 5 月 18 日通电启槽
贵州	双元铝业	10	0	2024 年	10	0	0	产能转移项目 (购得山东某铝厂指标 10 万吨), 于 2024 年 11 月份投产

新投产产能合计	177	126	72	140	24
产能净增			37	65	24

资料来源：阿拉丁，SMM，民生证券研究院

海外印尼电解铝投产进度较慢。目前印尼在产电解铝项目只有两个，其中印尼国家铝业运行产能 25 万吨，华青铝业运行产能 50 万吨。产能规划方面，目前有明确时间表的五家企业规划总产能 490 万吨，其中印尼国家铝业总规划达到 40 万吨，华青铝业总规划 100 万吨，阿德罗能源总规划 150 万吨，南山铝业总规划 100 万吨，信发总规划 100 万吨，此外东方希望集团、五矿二十三冶、博赛集团等宣称计划在印尼建设电解铝项目，目前印尼电解铝总规划产能超过 1200 万吨，但部分项目处于早期阶段，投产不确定性较大。

表17：印尼电解铝项目及产能规划（单位：万吨）

公司/项目	运行产能	规划总产能	项目位置	股权情况	电力来源	氧化铝	阳极	投产进度
印尼 Inalum	25	40	北苏门答腊省	Inalum100%	水电	外购	自备	2024 年 1 月宣布在 2026 年通过技术改造将产能扩大至 30 万吨。2025 年 2 月 EGA 宣布将与 Inalum 合作将产能扩建至 40 万吨。
华青铝业	50	100	苏拉威西省	华峰集团和青山集团合资	自备火电	外购	自备	2023 年投产 25 万吨，2024 年投产 25 万吨，剩余 50 万吨产能筹备建设中。
阿德罗能源 (Adaro&力勤项目)	0	150	北加里曼丹省	Adaro 65%; Aumay (力勤) 22.5%;CITA12.5%	自备火电+水电	外购	外购	分三期建设，每期 50 万吨产能，一期项目 21 年底动工建设，规划 25Q4 投产
PT BAI (南山铝业项目)	0	100	廖内群岛省	南山铝业 100%	自备火电	自供	自备	一期 25 万吨规划 2027 年投产
PT KAI (信发&青山项目)	0	100	马鲁古省	信发集团和青山集团合资	-	-	-	一期 50 万吨产能 2026 年投产
山东魏桥项目	0	100	西加里曼丹省	魏桥与印尼哈利达集团合资	-	-	-	规划阶段
五矿二十三冶项目	0	100	北加里曼丹省	五矿二十三冶	-	-	-	规划前期，不确定性大

CITA 项目	0	50	-	Cita Mineral Investindo Tbk	-	-	-	规划前期, 不确定性大
PT WAI 项目	0	240	-	东方希望集团	-	-	-	规划前期, 不确定性大
栾川铝业项目	0	200	-	栾川铝业	-	-	-	规划前期, 不确定性大
博赛集团项目	0	100	-	博赛集团	-	-	-	规划前期, 不确定性大
合计	75	1280						

资料来源: 铝途有你公众号, SMM, 民生证券研究院

2025-2026 年印尼新增电解铝产能较少。根据已经有明确规划的项目时间表, 从释放节奏上看, 2024 年印尼电解铝新增产能 25 万吨, 2025 年新增产能 50 万吨, 来自阿德罗能源, 2026 年新增产能 55 万吨, 印尼国家铝业贡献 5 万吨, PT KAI 项目贡献 50 万吨。短期来看, 印尼电解铝新增产能较少, 对行业供给冲击不大。

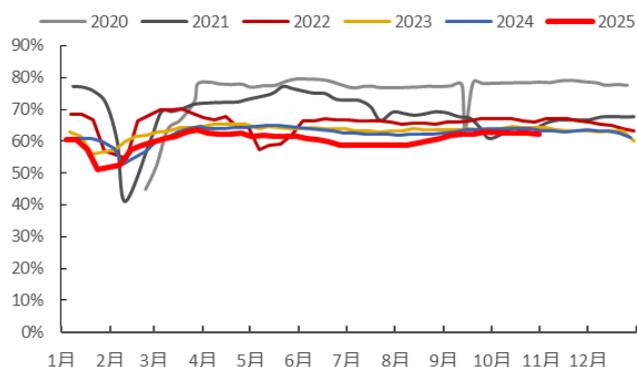
表18: 印尼电解铝产能预测 (单位: 万吨)

公司	2022	2023	2024	2025E	2026E
印尼 Inalum	25	25	25	25	30
华青铝业		25	50	50	50
阿达罗能源 (Adaro&力勤项目)				50	50
PT BEA (南山铝业项目)					
PT KAI (信发&青山项目)					50
山东魏桥					
新增产能		25	25	50	55
总产能	25	50	75	125	180

资料来源: 铝途有你公众号, SMM, 民生证券研究院预测

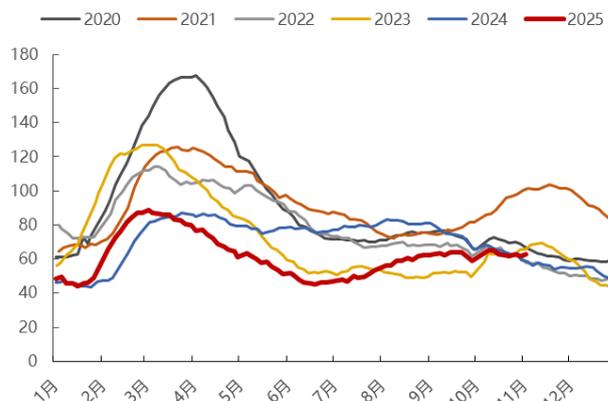
需求端: 新兴领域成为新的增长引擎, 传统领域韧性仍在。电解铝下游以建筑、交通、电力为主。光伏受电价高企、硅料下跌等因素影响, 国内装机上升, 配套的电线电缆需求也比较旺盛, 此外新能源汽车产销维持高增长, 汽车轻量化对铝消费带动明显。由于下游加工产能持续扩张, 以及行业订单向大企业转移, 导致铝加工企业开工率同比有所下降。由于需求表现良好, 国内库存保持低位。我们测算了不同地产竣工及新兴领域消费增速情形下, 国内铝消费的弹性变化。假定 2025 年新兴增长领域 (新能源汽车+光伏) 增速 10%, 即使国内地产竣工下滑 7%, 新兴增长领域仍能够弥补地产竣工下滑对铝消费的拖累。

图65: 铝加工企业平均开工率(%)



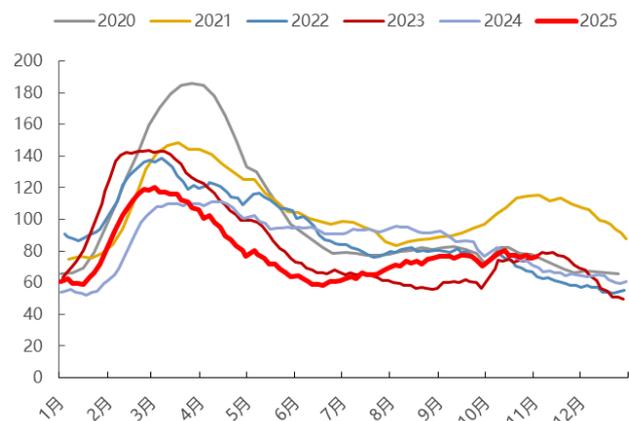
资料来源: SMM, 民生证券研究院

图66: 国内电解铝社会库存(单位: 万吨)



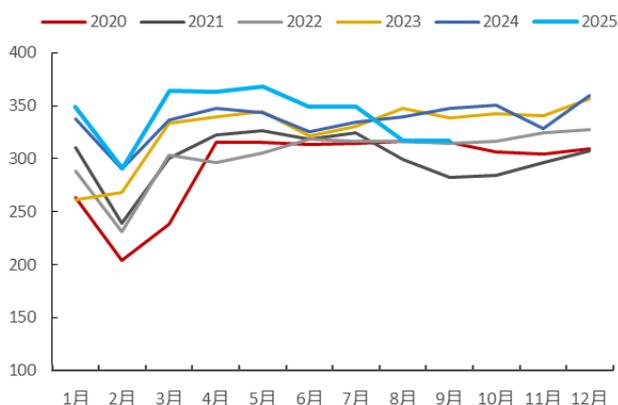
资料来源: SMM, 民生证券研究院

图67: 国内铝锭+铝棒库存(万吨)



资料来源: wind, SMM, 民生证券研究院

图68: 国内电解铝月度消费量(万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算
消费量=产量-净出口-库存净增加

表19: 不同新兴领域&地产消费电解铝增速情形下, 铝消费影响测算(单位: 万吨)

新兴领域增速(%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产领域增速(%)								
0%	0	27	55	82	110	137	165	220
-4%	-34	-7	21	48	75	103	130	185
-6%	-52	-24	3	31	58	86	113	168
-8%	-69	-41	-14	14	41	69	96	151
-12%	-103	-76	-48	-21	7	34	62	117
-16%	-138	-110	-83	-55	-28	-0	27	82
-20%	-172	-145	-117	-90	-62	-35	-7	48

资料来源: wind, SMM, 民生证券研究院测算

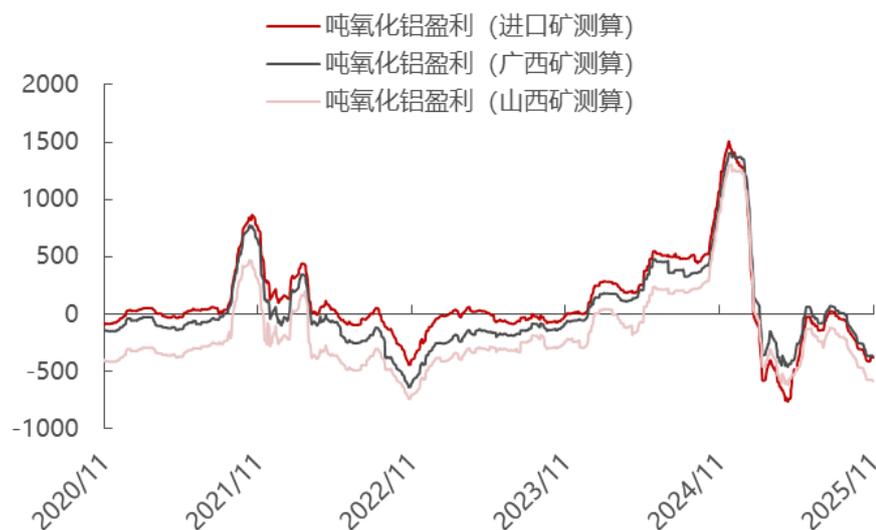
表20: 不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝供需平衡测算 (单位: 万吨)

新兴领域增速 (%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产领域增速 (%)								
0%	-39	-66	-94	-121	-149	-176	-204	-259
-4%	-5	-32	-60	-87	-114	-142	-169	-224
-6%	13	-15	-42	-70	-97	-125	-152	-207
-8%	30	2	-25	-53	-80	-108	-135	-190
-12%	64	37	9	-18	-46	-73	-101	-156
-16%	99	71	44	16	-11	-39	-66	-121
-20%	133	106	78	51	23	-4	-32	-87

资料来源: wind, SMM, 民生证券研究院测算

氧化铝价格走弱, 电解铝利润扩张: 随着国内外新产能投产, 氧化铝产量逐步释放, 叠加需求端电解铝产能天花板迫近, 氧化铝需求增长空间有限, 行业逐步走入过剩局面, 氧化铝价格明显回落, 让利电解铝。根据我们测算, 目前采用国内矿和进口矿的氧化铝产能, 基本均处于亏损状态, 电解铝盈利修复明显, 截至 2025 年 11 月 3 日, 国内电解铝单吨税前利润 4762 元。

图69: 氧化铝利润走势 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

图70：电解铝价格及利润走势



资料来源：wind，民生证券研究院测算

4.2 贵金属：降息周期开启，持续看好金价

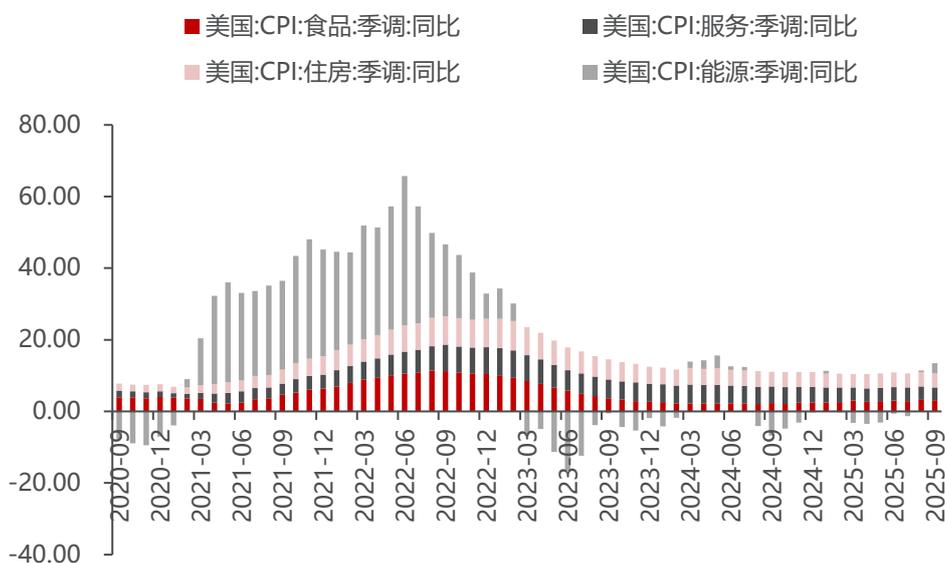
通胀温和，支撑降息。 CPI 整体下行，符合降息预期。年初以来美国整体同比CPI 从 1 月份的 3.0% 下降至 5 月份的 2.4%，6 月 CPI 同比上涨 2.7% 略超预期，环比 0.3% 符合预期；7 月 CPI 环比上涨 0.2%，同比涨幅为 2.7%，市场认为整体温和。8 月 CPI 同比上涨 2.9%，环比升至 0.4%，通胀基本符合预期；9 月 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期的 3.1%，环比上涨 0.3%，也低于预期的 0.4%。市场充分消化了美联储年底前降息三次的情景。

图71：美国整体 CPI（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图72: 美国分项 CPI (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

就业数据持续不及预期, 10月降息延续。美国7月非农就业人口增加7.3万人, 大幅不及预期10.4万人; 5月和6月的修正幅度大幅高于往常; 8月非农增长停滞, 仅增加2.2万人, 失业率升至4.3%。9月美国2024年4月至2025年3月非农修正后比最初统计的少91.1万个, 表明美国就业市场的实际表现此前预期更为疲软, 10月因政府停摆导致美国9月非农数据缺席, 11月公布美国10月ADP就业人数增加11.3万人, 仍不及预期。在9月10月连续降息25BP基础上, 市场预期全年降息三次共75BP。

图73: 美联储降息概率表 (截至2025年11月)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
12/10/2025				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.3%	32.7%	0.0%	0.0%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.3%	55.8%	21.8%	0.0%	0.0%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	33.4%	44.5%	14.6%	0.0%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	13.9%	36.2%	37.1%	11.0%	0.0%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.1%	27.3%	36.7%	21.4%	4.4%	0.0%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	14.9%	30.3%	31.8%	16.0%	3.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.8%	30.9%	25.8%	11.0%	1.8%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.7%	29.9%	23.0%	9.3%	1.5%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.1%	0.8%	4.1%	12.5%	23.9%	28.7%	20.6%	7.9%	1.2%	0.0%	0.0%
1/27/2027	0.1%	1.0%	4.6%	13.1%	24.2%	28.3%	19.9%	7.6%	1.2%	0.0%	0.0%
3/17/2027	0.1%	1.0%	4.5%	12.8%	23.8%	28.1%	20.2%	8.0%	1.4%	0.0%	0.0%
4/28/2027	0.4%	2.3%	7.5%	16.8%	25.4%	25.2%	15.7%	5.6%	0.9%	0.0%	0.0%
6/9/2027	0.3%	1.5%	5.4%	13.1%	21.9%	25.3%	19.6%	9.7%	2.8%	0.4%	0.0%
7/28/2027	0.2%	1.3%	4.8%	11.9%	20.6%	24.8%	20.5%	11.2%	3.9%	0.8%	0.1%
9/15/2027	0.2%	1.3%	4.8%	11.8%	20.5%	24.7%	20.5%	11.3%	3.9%	0.8%	0.1%
10/27/2027	0.2%	1.2%	4.4%	11.2%	19.7%	24.4%	20.9%	12.2%	4.6%	1.1%	0.1%

资料来源: CME, 民生证券研究院

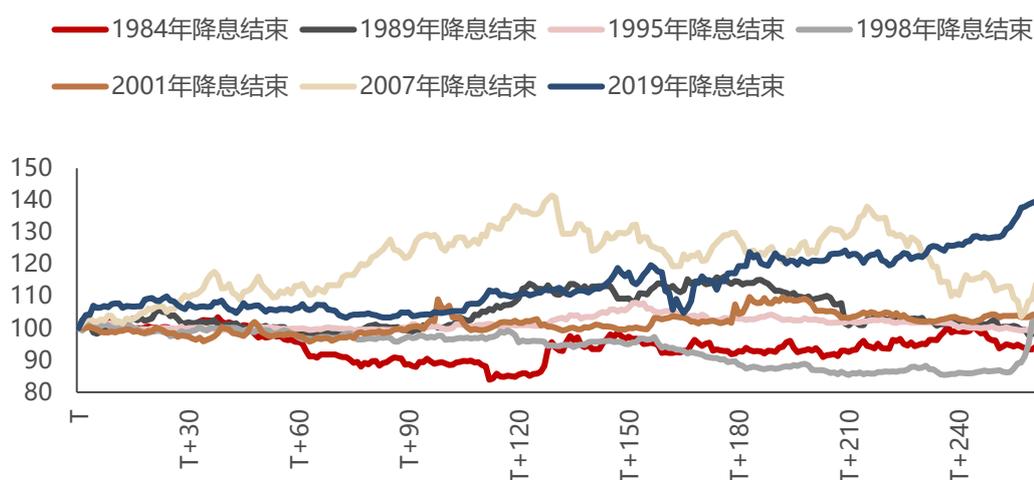
复盘历史，降息后金价大概率上涨。根据复盘历次美联储利率周期，加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月，金价平均涨幅为 5.95%，其中最大涨幅达到了 22.05%。首次降息落地后，美联储释放的流动性带来流动性实质改善，金价大概率延续上一阶段的上涨趋势，历史数据来看降息后 1 个月金价平均涨幅 3.38%，降息 6 个月内平均涨幅达到 10.43%，最大涨幅达到了 40.85%，降息 12 个月平均涨幅为 9.41%，最大涨幅高达 39.22%。

表21：历史降息周期金价涨跌幅

末次加息 ①	首次降息 ②	末次降息 ③	降息次数	降息持续 月数	降息幅度 (%)	①-②金价表 现	①-③金价表 现	②-③金价 表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	4	2.25	-1.65%	1.75%	3.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	19	8.25	-12.43%	-19.46%	-8.04%
1981-05	1981-06	1982-12	12	19	11.50	-4.79%	-8.03%	-3.40%
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%
1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%

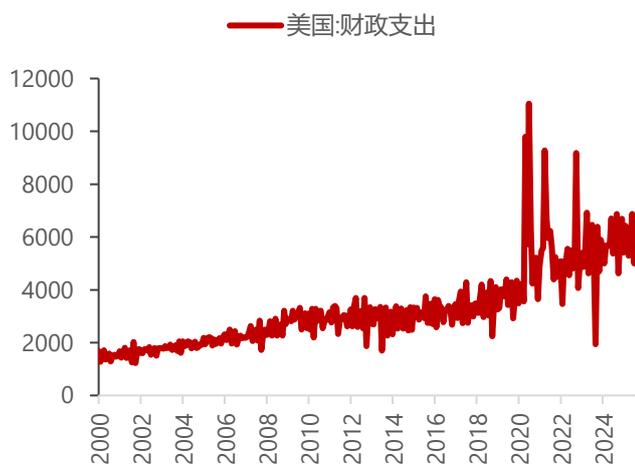
资料来源：ifind，民生证券研究院

图74：历史降息周期金价表现（单位：%）

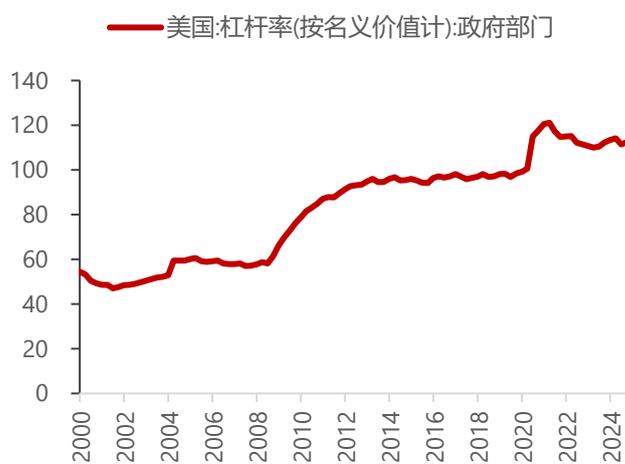


资料来源：wind，民生证券研究院

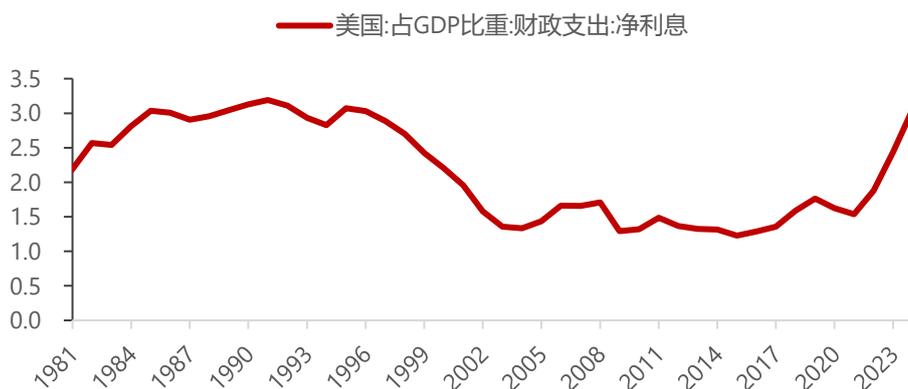
利息支出压力增加，财政收支问题严峻。2020年新冠疫情事件以来，美国政府通过发行国债大幅提高政府杠杆率，增加财政支出，以刺激美国经济增长。但随着通胀走高，美联储被迫提高利率，以控制通胀。但随着基准利率的大幅抬升，联邦政府的利息费用也不断攀升。2025财年第一季度（2024年10月至12月）美国联邦政府预算赤字达到7110亿美元，同比增长40%，利息支出达到3080亿美元，同比增加200亿美元，成为仅次于社会保障、国防和医疗保健的第四大支出项目。

图75：美国联邦政府财政支出（单位：亿美元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图76：美国政府部门杠杆率（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

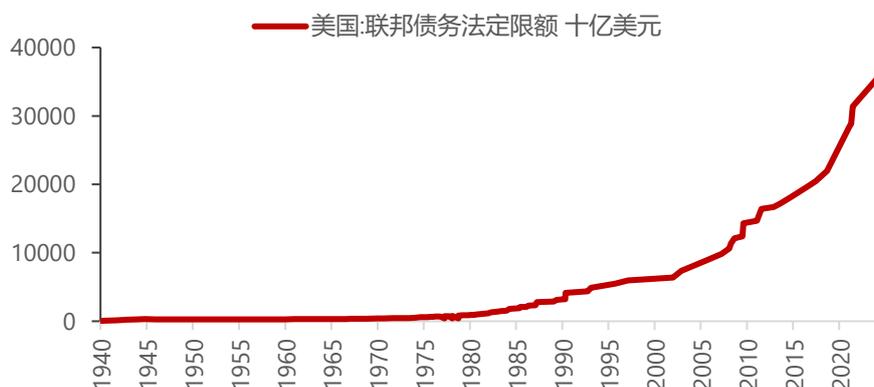
图77：美国利息支出占财政支出比例(单位:%)


资料来源：wind，民生证券研究院

新支出法案通过，未来债务规模将继续增加。7月4日，特朗普正式签署大规模税收与支出改革法案（“大而美”法案），该法案计划将削减税收，将更多的资金用于军事和边境安全，同时通过削减医疗补助、食品援助、教育和清洁能源项目来支付其中的部分费用。另外法案将把债务上限提高4万亿美元，允许联邦政府能继续借款为其债务融资。这将使美国国债在未来10年内增加逾3.3万亿美元，联邦政府债务占GDP的比例预计将增至创纪录的125%。

支出诉求持续，政府停摆。10月1日美国政府因支出法案问题造成停摆，大批联邦雇员已被迫停薪休假，经济数据发布暂停，多项公共服务陷入停滞，美国经济将遭受直接损失，此次政府“关门”对美国的负面影响正逐步显现。白宫估算，政府“停摆”每周造成的经济损失超过150亿美元。

图78：美国债务上限持续走高



资料来源：wind，民生证券研究院

图79：美国外债总额占GDP比重

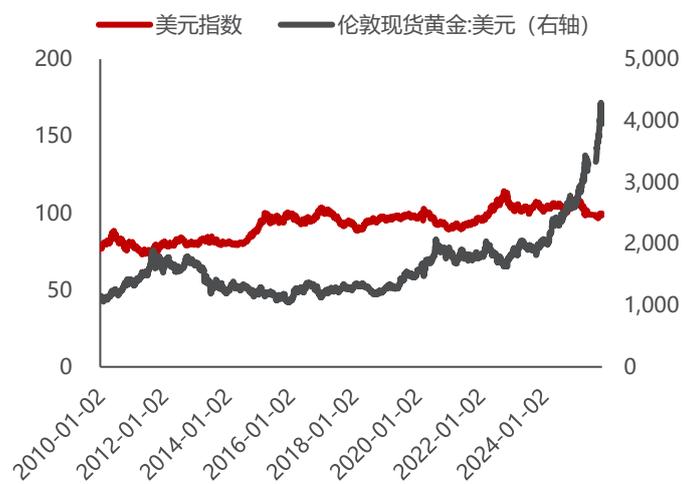


资料来源：wind，民生证券研究院

美债收益率和美元指数或难以为继，利好金价。当前美国经济下行压力增加，降息周期开启，随着美国经济衰退预期发酵以及美国逆全球化政治主张长期持续，美元指数持续受到压制。而债务方面，10月22日美国国债总额首次突破38万亿美元，距离突破37万亿美元仅过去两个多月，创下除公共卫生事件时期外最快的万亿美元债务累计速度。美债实际收益率作为持有黄金的机会成本，通常与金价呈现负相关关系，此外美元与黄金同时作为投资性金融资产具有替代性，走势通常也呈现负相关关系。美债与美元问题发酵利好金价上行。

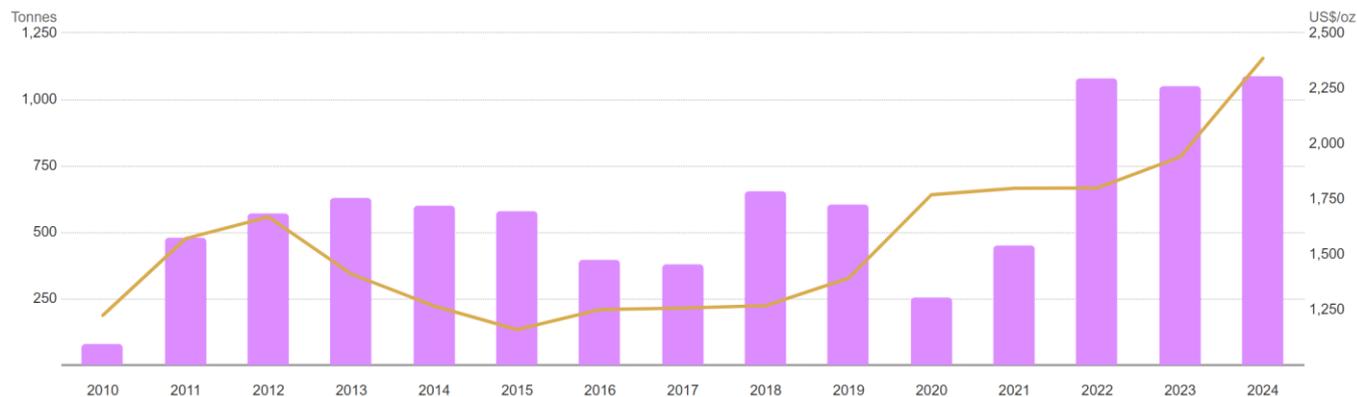
图80：美债实际收益率和金价（左：% ，右：美元/盎司）


资料来源：wind，民生证券研究院

图81：美元指数与金价（右：美元/盎司）


资料来源：wind，民生证券研究院

央行购金方面，全球央行已连续三年购金超千吨。根据世界黄金协会数据，2024年全球央行年度购金量为1045吨，连续三年购金超千吨。2025年第三季度，全球央行购金量220吨，购金力度较上一季度增长28%。从需求体量来看，25Q3黄金总需求为1313吨，央行购金占黄金需求总规模的16.8%。

图82：全球央行黄金交易需求


资料来源：WGC，民生证券研究院

我国央行继续购金，增补货币信用。考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定。自 2000 年以来，中国央行进行过五次黄金储备增加的操作，其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性，后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月，以及 2018 年 12 月至 2019 年第三季度，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

2022 年第四季度，中国央行继 2019 年第三季度之后再次增加黄金储备，2024 年 11 月，我国央行时隔半年重启购金。**2025 年 9 月中国黄金储备 7406 万盎司，环比增加 4 万盎司，为连续第 11 个月增持黄金。截至 2025 年 9 月，我国黄金储备占外汇储备比重仅 7%，远低于全球 15% 的平均水平，我国央行有望持续购金。**复盘中国央行购金和金价走势，中国央行大幅购金时点均对应金价阶段性低点，央行增持黄金增强市场信心。

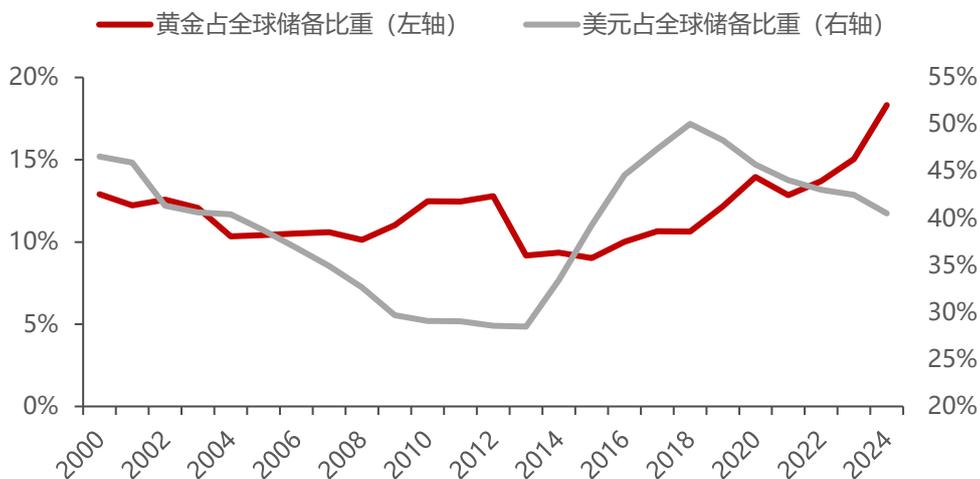
图83：中国央行黄金储备



资料来源: wind, 民生证券研究院

自全球货币超发，美元信用下滑开始，黄金替代美元占全球储备比重逐步上升，2021-2024 年黄金占全球储备比重从 12.85% 增长至 18.32%，美元则由 44.09% 下滑至 40.55%。**假设未来全球总储备从 16.35 万亿美元增长至 17 万亿美元，黄金占全球储备比重占比增长至 30%，按照 4000 美元/盎司换算，对应全球额外黄金储备需求 3409 吨，未来需求前景可观。**

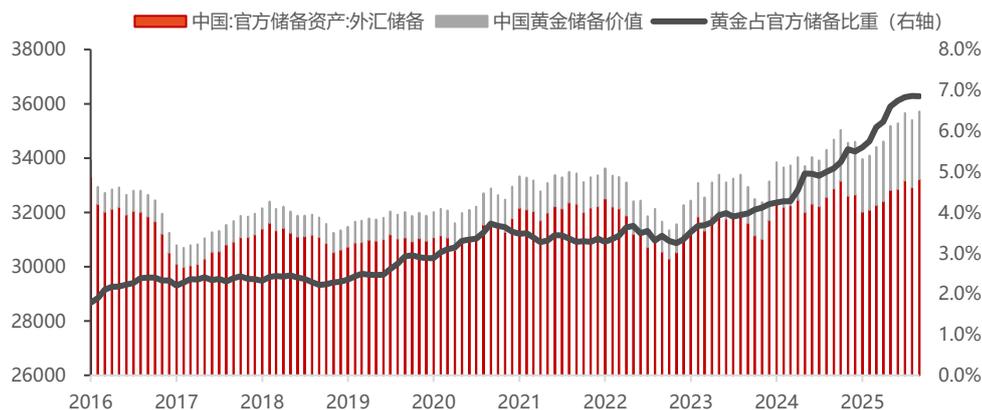
图84：黄金与美元占全球官方储备比重



资料来源：wind，民生证券研究院

从我国角度出发，截至 2025 年 8 月我国央行外汇储备 3.32 万亿美元，黄金储备 7402 万盎司，按照 9 月 COMEX 金均价换算，黄金储备仅占总储备的 7.4%，远低于全球 15% 的平均水平。假设未来我国央行将 5%/10% 外汇储备置换为黄金，按照 4000 美元/盎司假设，对应黄金需求 1298/2596 吨。

图85：黄金与外汇占我国官方储备比重（左轴单位：亿美元）



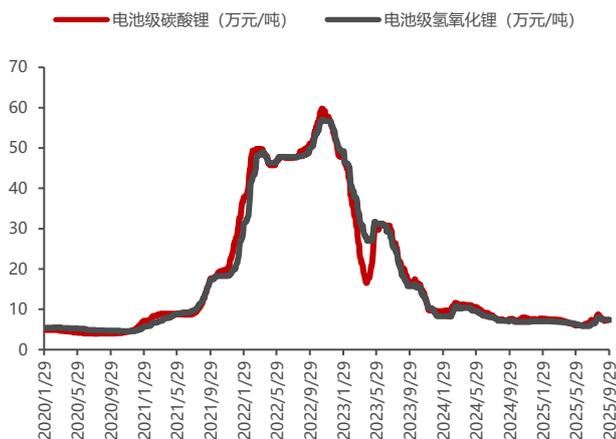
资料来源：wind，民生证券研究院

注：价格假设按照月度 COMEX 金均价

4.3 能源金属：锂需求或超预期，看好钴价中枢上移

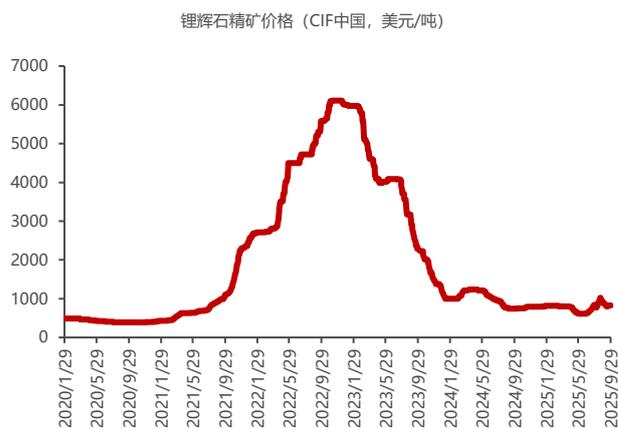
6月末开始，“反内卷”背景下，供应端江西青海矿权不合规问题发酵叠加需求超预期，碳酸锂价格持续反弹。6月末起，头部企业接货预期逐渐兑现，现货升水结构下，仓单问题持续扰动。同时矿石价格跟随锂盐价格的抬涨而迅速上涨，矿端底部支撑非常明确。7月中旬开始，需求端超预期兑现，供给端江西宜春视下窝陶瓷土（含锂）矿、水南矿段瓷土（含锂）矿等8处矿权被通告存在规避上级部门审批权限，越权办理出让、变更或延续登记手续问题，宜春市自然资源局要求相关矿企9月30号之前提交矿种变更储量核实报告，合理确定主矿种。被点名的矿山基本包含江西目前在产的所有锂项目，矿权不合规问题导致江西锂供给存在大幅下修风险。7月17日，藏格矿业收到海西州自然资源局、海西州盐湖管理局下发的立即停止锂资源开发的通知，要求立即停止违规开采行为，完善锂资源开发手续。矿权不合规问题从江西扩散至青海，国内锂供给减停产风险进一步加大，碳酸锂价格底部反弹。

图86：2025H1 国内锂盐价格继续下跌，6月末反弹



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

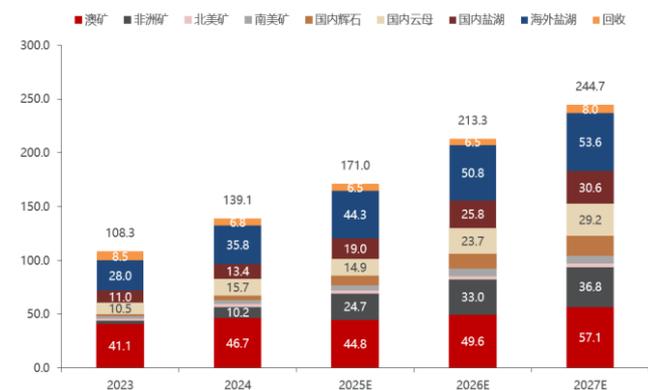
图87：2025H1 锂精矿价格继续下跌，6月末反弹



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

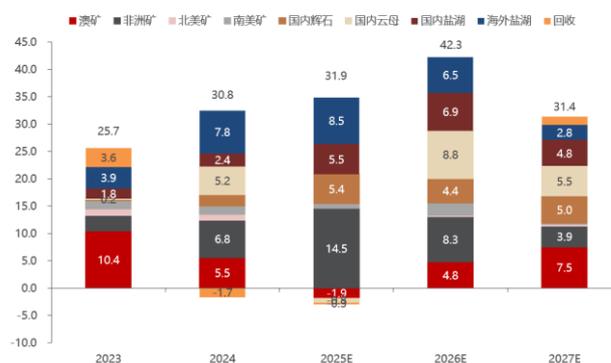
成本压力加剧，供给增速放缓。随着前期锂价快速回落，部分澳矿、非洲矿、南美盐湖扩产项目出于成本压力考虑，投产进度不及预期，或者主动降低产能利用率，我们预计2025年全球锂供给将增加31.9万吨LCE至171.0万吨LCE，增幅达23%，澳矿、非洲矿、南美盐湖新增产能释放构成主要增量。2025-2027年仍有新增产能按规划建设中，站在当下静态的时点，我们预计2025-2027年全球总供给为171.0/213.3/244.7万吨，增幅为23%/25%/15%，2026-2027年行业供给增速明显放缓。

图88: 全球锂供给预测 (万吨 LCE)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院预测

图89: 全球锂供给增量预测 (万吨 LCE)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院预测

国内云母: 一体化低成本企业产能继续释放, 受矿证影响扩产进展可能推迟。

国内云母供应中, 江西占比最大, 后续主要是一体化低成本企业的扩产, 高成本的小矿山逐渐进入减停产阶段。出于供应链稳定考虑, 部分企业成本高位的低品位云母目前维持生产中, 但是锂价击穿现金成本后, 企业的成本压力加剧, 减产风险增加。且伴随江西地区矿证审查日益严格, 加之宁德时代柘下窝已停产, 未来江西云母供应端风险加剧, 我们预计扩产项目可能有所延期, 2025/2026/2027 年国内云母产量将达 14.9/23.7/29.2 万吨 LCE, 增幅为-5.0%/58.9%/23.2%。

表22: 国内云母矿产量预测

地区	公司	矿山	产量 (万吨LCE)					
			2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
江西	宜春钨铋矿	414	1.5	1.7	1.2	1.2	1.2	1.2
	江特	(新坊矿区、宜丰西坑矿区)	1.0	0.5	0.5	-	0.4	0.6
	永兴材料	化山瓷石矿	1.5	2.5	2.5	2.5	3.0	5.0
	飞宇	大港	1.2	1.2	1.2	3.2	4.4	5.2
	宁德时代	柘下窝	-	0.5	3.0	5.8	10.0	10.0
	国轩高科	白水洞、水南段	0.2	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
	科力远	鼎盛新材	-	-	0.2	0.4	0.8	2.0
	其他	根据SMM数据倒推	4.9	3.3	6.6	-	-	-
		江西合计	10.3	10.2	15.7	13.9	20.5	24.7
湖南	紫金矿业	湖南道县湘源锂多金属矿	-	0.3	-	0.7	2.1	2.5
	大中矿业	临武鸡脚山	-	-	-	-	0.6	1.0
		湖南合计	-	0.3	-	0.7	2.7	3.5
内蒙	赣锋锂业	内蒙蒙金锂矿	-	-	-	0.3	0.5	0.5
	内蒙古维拉斯托矿业	赤峰市克什克腾旗维拉斯托锂多金属矿	-	-	-	-	-	0.5
		内蒙合计	-	-	-	0.3	0.5	1.0
	国内云母合计	10.3	10.5	15.7	14.9	23.7	29.2	
	yoy		1.9%	49.5%	-5.0%	58.9%	23.2%	
	合计新增		0.2	5.2	-0.8	8.8	5.5	

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院预测

青海盐湖: 依托优势资源及低位成本实现产能扩张。青海盐湖提锂长期位于成本曲线的最左端, 提锂成本具有优势, 但是采矿证续期和环保整改是企业生存关键, 藏格锂业停产案例也侧面警示合规红线不可逾越。此外, 需要攻克高镁锂比技术瓶颈, 并推动“钾锂硼”综合开发以降本增效。我们预计 2025/2026/2027 年国内青海盐湖产量将达 16.0/20.9/22.7 万吨 LCE, 增幅为 27.5%/30.5%/8.6%。

表23：青海盐湖产量预测

公司	矿山	产能 (万吨LCE)						产量 (万吨LCE)					
		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
盐湖股份	察尔汗	3.0	4.0	4.0	8.0	8.0	8.0	3.1	3.6	4.0	4.4	6.8	8.0
青海汇信	察尔汗	-	-	-	2.0	2.0	2.0	-	-	-	0.3	1.4	2.0
东台吉乃尔锂资源/西部矿业	东台吉乃尔	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
中信国安	西台吉乃尔	3.0	3.5	4.5	4.5	4.5	4.5	0.8	2.3	3.4	6.0	7.0	7.0
恒信融	西台吉乃尔	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
大华化工/亿纬锂能	大柴旦	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
锦泰锂业	巴伦马海	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
藏格矿业	察尔汗	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.2	1.2
五矿盐湖/赣锋	一里坪	1.0	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9	1.0	1.0	1.4	1.7	1.9	1.9
青海盐湖合计		13.8	15.7	16.7	23.2	23.2	24.2	8.7	10.5	12.6	16.0	20.9	22.7
yoy			13.7%	6.4%	38.8%	0.0%	4.3%		21.1%	19.3%	27.5%	30.5%	8.6%
合计新增			1.9	1.0	6.5	-	1.0		1.8	2.0	3.5	4.9	1.8

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

底部信号明显，行业拐点来临，静待行业进一步出清。矿山的减停产动作是行业见底的重要信号，随着澳矿陆续减停产，需求端国内新能源车、储能有望继续保持快速增长，在不考虑江西青海矿证不合规问题可能导致其他矿山扩产进展不及预期下，我们预计 2025-2027 年锂供给分别为 171.0/213.3/244.7 万吨 LCE，过剩量分别为 12.1/9.9/-0.9 万吨 LCE。

考虑江西和青海矿证影响，行业供需平衡将偏紧。国内锂供给主要来自江西云母提锂和青海盐湖提锂，不考虑矿证导致的其他矿山继续减停产风险，我们预计 2025-2027 年江西锂供给 13.9/20.5/24.7 万吨，青海锂供给 16.0/20.9/22.7 万吨，江西青海若因矿证不合规问题或变更矿种的整改过程中发生矿山复产进度不及预期或扩产受阻问题，供给端将面临大幅下修可能，直接导致供需格局由过剩转为紧平衡，刺激远期均衡价格中枢位上移及行业反转信号来临。

表24：全球锂供需预测（不考虑江西和青海矿证后续影响）

指标	单位	2024	2025E	2026E	2027E
全球总供给	万吨 LCE	139.1	171.0	213.3	244.7
yoy	%	28.4%	22.9%	24.7%	14.7%
全球总需求	万吨 LCE	126.5	158.9	203.4	245.6
yoy	%	24.1%	27.1%	28.0%	20.7%
供需平衡	万吨 LCE	12.6	12.1	9.9	-0.9

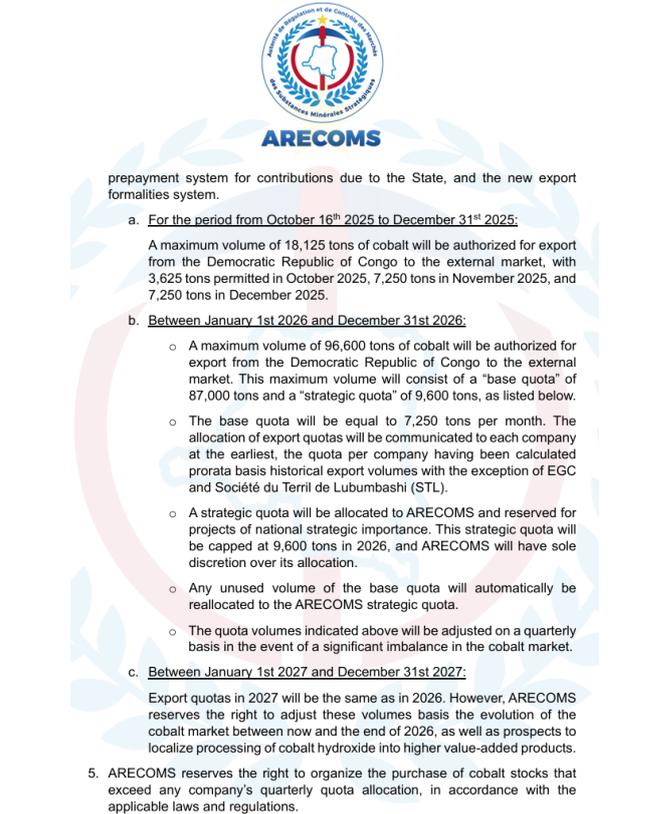
资料来源：中汽协，各公司公告，储能与电力市场，民生证券研究院预测

刚果金配额制落地，钴原料面临短缺。2025 年 2 月 22 日，刚果金战略矿物市场监管和控制管理局 (ARECOMS) 发布公告采取临时暂停出口措施，以应对全球钴市场供应过剩的局面。**公告主要内容包括：**1) 决定立即生效，暂停钴出口四个月，禁止从刚果金出口任何钴矿产品，无论是工业的、半工业化的、小规模或小型矿山、或手工的；2) 在三个月内对此项措施进行评估，之后可做出新的决定，在适当情况下，修改或终止该临时措施；6 月 21 日，刚果金政府认为市场库存仍

然较高，继续延长出口禁令 3 个月。9 月 21 日刚果金政府宣布从 10 月 16 号开始实行出口配额制，25Q4/2026/2027 年最多允许出口 1.81/9.66/9.66 万吨钴，其中 2026-2027 年配额中 90%为基础配额，剩余 10%为战略配额，由 ARECOMS 决定分配。刚果金配额量相对 2024 年大幅减少，钴原料将迎来短缺。

图90：2月22日刚果金发布暂停钴出口公告

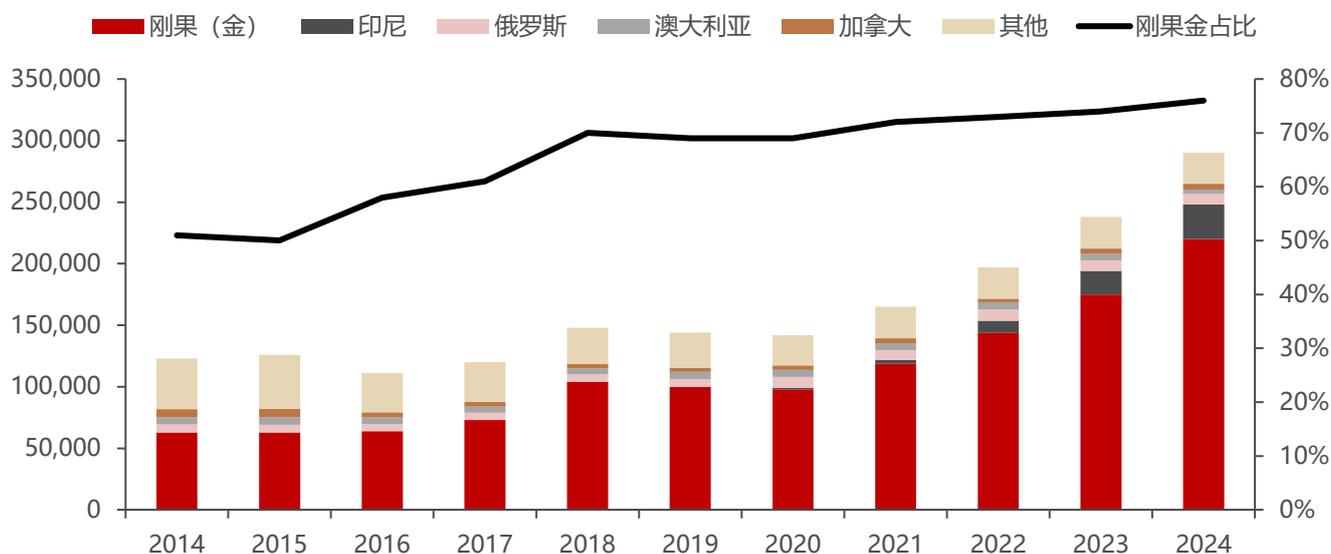

资料来源：刚果金政府，民生证券研究院

图91：9月21日刚果金宣布实行配额制


资料来源：刚果金政府，民生证券研究院

刚果（金）铜钴矿+印尼红土镍矿构成主要增量，刚果（金）钴矿产量全球占比76%左右，印尼钴矿占比约10%，刚果（金）配额制或导致全球钴供应减量约12.3万吨。全球钴矿供应高度集中，根据USGS数据，2024年全球钴矿产量29.0万吨，同比增加21.8%，其中刚果（金）产量22.0万吨，同比增长25.7%，全球占比76%，同时印尼由于湿法镍项目逐步投产，钴原料供应快速增长，2024年产量2.8万吨，同比增加47.4%，全球占比约10%。即使按刚果（金）出口9.66万吨计算，相对2024年减少全球供应约12.3万吨，占全球钴供应约42%。

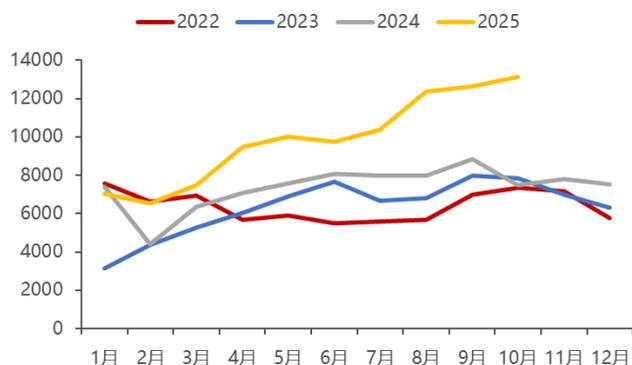
图92：全球钴矿产量结构（吨）



资料来源：ifind，民生证券研究院

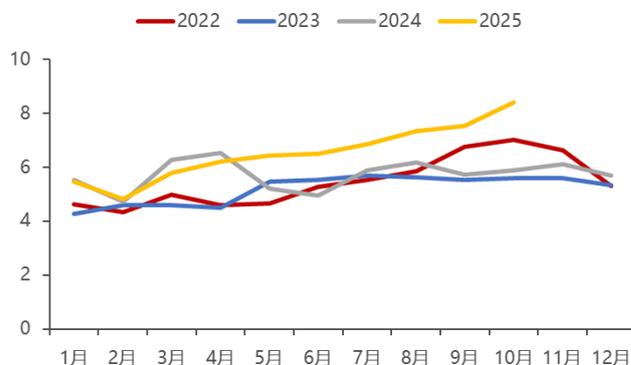
消费电子表现亮眼+三元装机份额企稳，钴需求稳步增长。2024年开始，由于AI人工智能技术在手机以及平板电脑方面的切入促进了消费者的换机意愿，消费电子市场表现亮眼，2025M1-M10国内钴酸锂正极产量9.9万吨，同比增加35.1%，显示出下游需求旺盛；新能源车需求方面，国内三元电池装机占比整体下滑，但三元电池具有能量密度优势，装机占比份额下降空间有限，2025年三元装机份额已出现企稳迹象，2025M1-M10国内三元正极产量65.4万吨，同比增加15.0%，新能源车有望贡献稳定钴需求。

图93：国内钴酸锂正极月度产量（吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

图94：国内三元正极材料月度产量（万吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

刚果金配额制落地，看好钴价中枢上移。刚果金配额制落地，供应大幅减少，印尼增量无法弥补市场缺口，消费端新能源车和消费电子需求稳步增长，钴行业供需格局逆转，2026-2027年我们预计全球钴原料短缺4.8/5.7万吨，看好钴价中枢上移。

表25：全球钴行业供需平衡表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
钴供给 (万吨)	24.2	29.8	16.6	21.1	22.6
YOY	17%	23%	-44%	27%	7%
刚果(金)铜矿伴生钴	17.4	21.0	6.2	9.7	9.7
印尼湿法镍项目伴生钴	1.4	3.4	5.1	6.1	7.6
其他国家伴生钴	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
回收	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
钴需求 (万吨)	21.3	24.2	23.5	25.9	28.3
YOY	14%	14%	-3%	10%	9%
电动汽车	9.2	9.3	9.4	10.8	12.1
消费电子	5.8	6.7	7.4	8.2	9.1
超级合金	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1
硬质合金	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
催化剂	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
陶瓷颜料	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
储能	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他(包括收储)	2.0	3.8	2.2	2.2	2.3
供需平衡 (万吨)	2.9	5.6	-6.9	-4.8	-5.7

资料来源：SMM，国际钴协会，民生证券研究院测算

5 投资建议

工业金属：对铜而言，金融属性宽松预期推高铜价，供给端矿端紧张加剧，冶炼厂减产在即，需求端传统需求韧性强，AI 拉动边际需求增长，价格中枢有望持续上移。供给端，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓。长期来看，铜矿企业长期资本开支不足，叠加矿石品位下滑带来的资源禀赋的削弱，头部矿企只是维持当前的产量就需要大量的资本投入，尽管价格处在高位，但供应难以放量。叠加短期全球前十大铜矿接连减产，矿端供应紧张加剧。长单冶炼加工费谈判在即，矿端紧张即将向冶炼端传导，冶炼厂陆续出现减产。需求端，AI 成为边际需求主力。全球宽松预期下需求增速预期较强，AI 算力中心的建设对电力需求拉动明显，拉动铜的边际需求增长。铜价中枢或持续上移。对铝而言：国内产能到达天花板，海外新增产能释放缓慢，需求端国内十五五政策支持，紧平衡格局强化。供给端，国内产能达到天花板，有效产能增量有限，未来电解铝产量维持低增长，印尼电解铝产能投产进程缓慢；需求端，新能源汽车及光伏成为新的增长引擎，随着基数扩大，对铝消费拉动越发重要。随着需求占比下滑，地产领域对铝消费的拖累无须过度担忧，同时十五五规划强调重视实体经济，电解铝紧平衡格局加强，支撑铝价上涨。**重点推荐：洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、中国有色矿业、金诚信、中国铝业、中孚实业、中国宏桥、宏创控股、天山铝业、云铝股份、神火股份。**

能源金属：锂需求或超预期，看好钴价中枢上移。(1) 锂：国内新能源汽车需求增速放缓，储能增速持续超预期。南美盐湖项目延后，且江西和青海矿证问题可能进一步发酵，带来复产进度及扩产进展不及预期风险，可能影响后续的供需格局。锂价确定底部区间，关注具有成本优势+其他主业支撑+产量弹性的标的；(2) 钴：刚果金配额制落地，供给大幅收缩，行业供需格局逆转，国内持续去库，原料短缺加剧，持续看好钴价中枢上移；(3) 镍：高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，镍价成本支撑显现，关注印尼镍矿政策对行业影响。**重点推荐：力勤资源、华友钴业、藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份，建议关注腾远钴业、寒锐钴业。**

贵金属：降息周期下美国经济问题仍存，长期看好金价。下半年美国通胀整体符合预期，非农数据常常不及预期且过往数据持续下修，9月美联储降息重启，10月降息持续。伴随降息催化，金价9月突破震荡行情，步入右侧区间。近期国际局势出现乐观迹象，特别是中美之间的贸易缓和、地缘冲突的缓解等，导致避险需求降温，引发贵金属技术性调整；中长期看，央行购买黄金+美元信用弱化为主线，持续看好金价中枢上移。**重点推荐：西部黄金、紫金黄金国际、山东黄金、中国黄金国际、招金矿业、中金黄金、赤峰黄金、灵宝黄金、潼关黄金、万国黄金集团、建议关注大唐黄金和集海资源等，白银标的推荐兴业银锡、盛达资源，建议关注湖南白银。**

6 风险提示

1) 金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3) 海外经济衰退。海外经济衰退下需求大幅下降，金属价格大幅下跌，相关公司利润将出现大幅下降。

插图目录

图 1: SW 有色板块 2025 年至今 (2025 年 11 月 3 日) 整体涨幅为 93.45%.....	3
图 2: 2025 年 Q3, SW 有色上涨 47.02%.....	3
图 3: 2025 年 Q1-3, SW 有色上涨 84.91%.....	3
图 4: 2025 年至今 (2025 年 11 月 3 日) 有色金属板块表现突出 (右轴: SW 有色; 单位: 点)	4
图 5: 2025 年 Q1-3, 镍板块涨幅最大为 126.96%.....	5
图 6: 2025 年 Q3, 白银板块涨幅居前.....	5
图 7: 2025 年初至 11 月 03 日涨幅前十的公司.....	6
图 8: 2025 年初至 11 月 03 日跌幅前五的公司.....	6
图 9: 2011-2025Q3 有色金属板块销售毛利率及净利率.....	7
图 10: 2019Q1-2025Q3 有色金属销售毛利率及净利率.....	7
图 11: 2011-2025Q3 有色金属板块长期借款与短期借款.....	8
图 12: 2011-2025Q3 有色金属板块资产负债率.....	8
图 13: 2025Q1-Q3 工业金属板块营收及增速.....	11
图 14: 2025Q3 工业金属板块营收及增速.....	11
图 15: 2025Q1-Q3 工业金属细分行业归母净利及增速.....	12
图 16: 2025Q3 工业金属细分行业归母净利及增速.....	12
图 17: 2025Q1-Q3 工业金属细分行业扣非归母净利及增速.....	12
图 18: 2025Q3 工业金属细分行业扣非归母净利及增速.....	12
图 19: 2025Q1-Q3 工业金属板块各公司归母净利润.....	13
图 20: 2025Q3 工业金属板块各公司归母净利润.....	13
图 21: 金价与美元指数.....	14
图 22: 银价与金银比.....	14
图 23: 2025 年 Q1-Q3 黄金板块营收及增速.....	14
图 24: 2025Q3 黄金板块营收及增速.....	14
图 25: Q1-Q3 黄金板块归母净利润及增速.....	15
图 26: 2025Q3 黄金板块归母净利润及增速.....	15
图 27: Q1-Q3 黄金板块各公司归母净利润.....	15
图 28: 2025Q3 黄金板块各公司归母净利润.....	15
图 29: SW 能源金属板块营收及增速.....	17
图 30: SW 能源金属板块归母净利及增速.....	17
图 31: 锂板块营业收入.....	18
图 32: 锂板块归母净利.....	18
图 33: 25Q1-Q3 锂板块主要公司归母净利润.....	18
图 34: 25Q3 锂板块主要公司归母净利润.....	18
图 35: 钴板块营业收入.....	19
图 36: 钴板块归母净利.....	19
图 37: 2025Q1-Q3 钴板块主要公司归母净利润.....	19
图 38: 2025Q3 钴板块主要公司归母净利润.....	19
图 39: 镍板块营业收入 (单位: 亿元).....	20
图 40: 镍板块归母净利 (单位: 亿元).....	20
图 41: 我国主要镍产品对电解镍升贴水 (单位: 元/吨).....	20
图 42: 2025 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况 (单位: 亿元).....	21
图 43: 2025Q3 国内稀土价格底部反弹.....	21
图 44: 2018-2025 Q1-Q3 稀土板块营业收入 (亿元).....	22
图 45: 2018-2025Q1-Q3 稀土板块归母净利润 (亿元).....	22
图 46: 2025Q1-Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元).....	22
图 47: 2025Q3 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元).....	22
图 48: 有色基金持仓市值比例环比提升 1.43pct 至 5.69%.....	23
图 49: 2025Q3 有色行业公募持仓比例为 5.69%, 环比 2025Q2 提升 1.43pct.....	23
图 50: 2025Q3 公募基金大量配置紫金矿业, 占比为 38.4%.....	24
图 51: 美国通胀保持稳定.....	26
图 52: 美国失业率底部抬升.....	26
图 53: 2025 年 10 月 30 日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 68.76 万吨 (单位: 万吨)	27
图 54: 2025 年 1-9 月, 智利矿产铜产量同比下降 0.24% (单位: 万吨)	27

图 55: 2025 年 1-8 月, 秘鲁矿产铜产量同比增长 2.58% (单位: 万吨)	27
图 56: 2025 年 1-7 月, 中国矿产铜产量同比增长 2.05% (单位: 万吨)	28
图 57: 2025 年 1-8 月, 全球矿产铜产量同比增长 3.2% (单位: 万吨)	28
图 58: 2025 年 1-9 月, 国内废铜产量同比增长 4.2% (单位: 万吨)	28
图 59: 2025 年 1-9 月, 进口废铜同比增长 6.7% (单位: 万吨)	28
图 60: 2025 年 10 月 30 日再生铜制杆周度开工率保持 22.8% 的低位	29
图 61: 现货冶炼加工费维持低位	29
图 62: 长单和现货冶炼盈利均出现明显下跌	29
图 63: 2025 年 1-9 月铜表观消费同比增长 8.2%	30
图 64: 2025 年 1-9 月铜实际消费 (考虑库存变化) 同比增长 9.8%	30
图 65: 铝加工企业平均开工率 (%)	34
图 66: 国内电解铝社会库存 (单位: 万吨)	34
图 67: 国内铝锭+铝棒库存 (万吨)	34
图 68: 国内电解铝月度消费量 (万吨)	34
图 69: 氧化铝利润走势 (元/吨)	35
图 70: 电解铝价格及利润走势	36
图 71: 美国整体 CPI (单位: %)	36
图 72: 美国分项 CPI (单位: %)	37
图 73: 美联储降息概率表 (截至 2025 年 11 月)	37
图 74: 历史降息周期金价表现 (单位: %)	38
图 75: 美国联邦政府财政支出 (单位: 亿美元)	39
图 76: 美国政府部门杠杆率 (单位: %)	39
图 77: 美国利息支出占财政支出比例 (单位: %)	39
图 78: 美国债务上限持续走高	40
图 79: 美国外债总额占 GDP 比重	40
图 80: 美债实际收益率和金价 (左: %, 右: 美元/盎司)	41
图 81: 美元指数与金价 (右: 美元/盎司)	41
图 82: 全球央行黄金交易需求	41
图 83: 中国央行黄金储备	42
图 84: 黄金与美元占全球官方储备比重	43
图 85: 黄金与外汇占我国官方储备比重 (左轴单位: 亿美元)	43
图 86: 2025H1 国内锂盐价格继续下跌, 6 月末反弹	44
图 87: 2025H1 锂精矿价格继续下跌, 6 月末反弹	44
图 88: 全球锂供给预测 (万吨 LCE)	45
图 89: 全球锂供给增量预测 (万吨 LCE)	45
图 90: 2 月 22 日刚果金发布暂停钴出口公告	47
图 91: 9 月 21 日刚果金宣布实行配额制	47
图 92: 全球钴矿产量结构 (吨)	48
图 93: 国内钴酸锂正极月度产量 (吨)	48
图 94: 国内三元正极材料月度产量 (万吨)	48

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 有色金属板块表现强于指数	4
表 2: 2025 年至今 (2025 年 11 月 3 日) 子板块涨跌幅	4
表 3: 2025 年至 2025 年 11 月 3 日涨幅前十和跌幅前五的个股	6
表 4: 有色金属板块 2025Q3 财务数据同环比均呈上升态势	7
表 5: 2025Q3 有色金属二级子板块中贵金属和小金属等实现营收环比上升 (单位: 亿元)	8
表 6: 2025Q3 有色金属子板块归母净利润中锂、钨同上升明显 (单位: 亿元)	9
表 7: 2025Q3, 铜、铝、锡价格同比上涨, 其余下降, 环比中锌、镍下降, 其余上涨 (单位: 元/吨)	11
表 8: 各主要小金属品种价格涨跌幅	16
表 9: 锂金属及锂盐价格涨跌幅	17

表 10:	钴价涨跌幅.....	18
表 11:	镍主要产品涨跌幅.....	20
表 12:	有色板块 2025Q3 基金持股市值前 10 大公司.....	24
表 13:	2025Q3 基金增仓市值 top10.....	25
表 14:	2025Q3 基金减仓市值 top10.....	25
表 15:	数据中心用铜量测算.....	30
表 16:	国内电解铝产能变动 (万吨).....	31
表 17:	印尼电解铝项目及产能规划 (单位: 万吨).....	32
表 18:	印尼电解铝产能预测 (单位: 万吨).....	33
表 19:	不同新兴领域&地产消费电解铝增速情形下, 铝消费影响测算 (单位: 万吨).....	34
表 20:	不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝供需平衡测算 (单位: 万吨).....	35
表 21:	历史降息周期金价涨跌幅.....	38
表 22:	国内云母矿产量预测.....	45
表 23:	青海盐湖产量预测.....	46
表 24:	全球锂供需预测 (不考虑江西和青海矿证后续影响).....	46
表 25:	全球钴行业供需平衡表.....	49

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048