



行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	9453.04
52周最高	9504.06
52周最低	4295.55

行业相对指数表现（相对值）

单击或点击此处输入文字。

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

近期研究报告

《需求短期承压，建议逢低做多铜铝锡》 - 2026.01.19

镍：反转在即

● 投资要点

镍供给：印尼戏份不断增强。

储量来看，印尼镍储量 5500 万吨，全球占比 42%，是全球最重要的镍储量国，巴西和澳大利亚储量分别为 1600 万吨和 2400 万吨，占比分别为 12%和 18%。年产量来看，2024 年全球镍产量为 352 万吨，YOY 为 4.7%，2025 年，根据 INSG 预测，全球年产量为 381 万吨，YOY 为 8.2%。印尼方面，2024 年印尼镍产量 220 万吨，全球占比 60%左右，且随着 25 年其产量的进一步释放，占比为 67%，对全球镍供应具有举足轻重的作用。

红土镍矿冶炼：MHP 盈利良好，火法进退维谷。

分析印尼镍冶炼情况，具体可以分为用作湿法 HPAL 工艺的褐铁矿路线，以及用作火法 RKEF/富氧侧吹的腐岩路线。目前，湿法工艺由于钴价较高，抵扣成本后盈利能力良好，但火法工艺受困于镍矿价格较高，以及下游产品镍铁价格不佳，导致大多厂商处于盈亏平衡边缘。

需求：不锈钢与三元双驱动。

镍需求来看，不锈钢依旧占据主导地位，三元需求增速放缓。

2025 年需求结构预测中，不锈钢需求在 230 万吨左右，占比 65%，三元电池增速在 7%左右，全年需求约 48 万吨，占比 14%，镍合金和其他需求相对稳定，占比分别为 14%和 7%。

不锈钢产量近年来稳定增长，2024 年全球生产不锈钢粗钢 6262 万吨，YOY 超过 7%，2023 年产量 5845 万吨，YOY 为 5.78%。不锈钢的下游需求相对比较稳定，和房地产基建相关性较低，相关需求占比仅有 12%左右，其主要下游为制造业相关，因此在 2022 年-2025 年保持了较高的增速。

三元电池需求不及市场预期，主要系磷酸铁锂电池汽车的需求冲击。2025 年 M1-M11 虽然新能源车销量增速达到 27%，但是三元材料出货量增速仅有 7%左右，体现出新能源车市场的结构性变化。

印尼政策成为供给变数，将显著影响平衡表。

近期，印尼政府密集出台多项矿业管理新政，进一步收紧对矿产资源，特别是战略矿产镍的开发监管。扭转了对镍市场的宽松预期。

根据供需平衡表推演，需求端不锈钢保持一定的增量，总体需求增速在 2026 和 2027 年维持 4.2%和 3.8%。若印尼 2.5 亿吨配额政策落地，26 年镍供应可能缩减 8%左右，市场有望出现 10

万吨左右的短缺。

缺席 2024 和 2025 年金属牛市的品种，或具有高弹性。

镍是有色金属中少有的缺席 2024 年至今有色牛市的品种。截至 2026 年 1 月 5 日，2024 年开始，镍涨幅仅有 3%，相较于贵金属、铜铝锌等工业金属、以及钴和碳酸锂等能源金属的涨幅都相差较大，一旦印尼政策使得品种出现供需缺口，或存在一定的高弹性补涨的可能性。

若镍价成功反转，建议关注力勤资源、华友钴业等湿法冶金成熟，盈利可充分释放的公司。

● **风险提示：**

印尼政策变化超预期，下游需求不及预期。

目录

2025 年镍走势复盘.....	5
镍供给：印尼戏份不断增强.....	6
红土镍矿冶炼：MHP 盈利良好，火法进退维谷.....	7
需求：不锈钢与三元双驱动.....	10
印尼政策成为供给变数，将显著影响平衡表.....	13
缺席 2024 和 2025 年金属牛市的品种，或具有高弹性.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 2025 年镍行情复盘.....	5
图表 2: 2024 年全球镍储量分布 (万吨, %)	6
图表 3: 2024 年全球镍产量分布 (万吨, %)	6
图表 4: 全球镍产量与增速.....	6
图表 5: 镍产业链简析.....	7
图表 6: MHP 钴系数维持在 9 折以上.....	8
图表 7: 湿法 MHP 转产电镍扣钴后成本估算.....	8
图表 8: 镍铁价格长期位于成本线以下.....	9
图表 9: 镍需求结构 (万吨, %)	10
图表 10: 中国镍铬系不锈钢增速 10+%.....	11
图表 11: 全球不锈钢产量情况.....	11
图表 12: 不锈钢需求结构, 与制造业强相关.....	11
图表 13: 新能源汽车销量增速可观.....	12
图表 14: 若印尼 2.5 亿吨配额政策落地, 26 年镍市场会出现短缺 (万吨)	14
图表 15: 2024 年至今, 镍缺席有色上涨行情.....	15

2025 年镍走势复盘

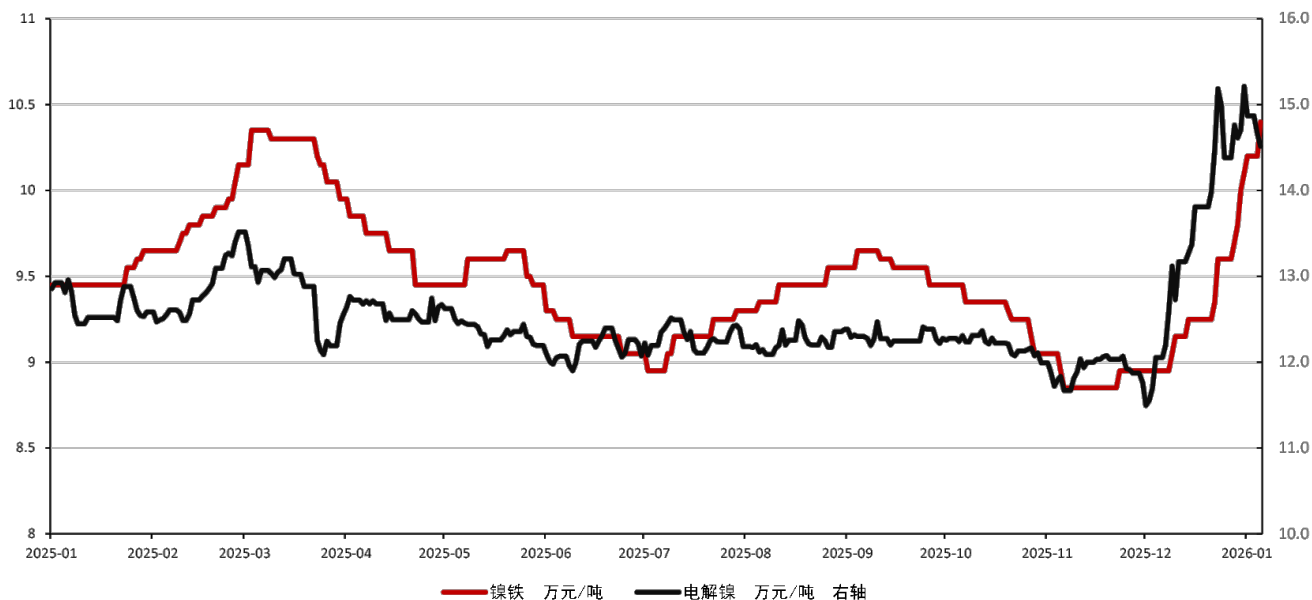
是三元定价。从电解镍和镍铁的走势来看，2025 年镍市场总体偏弱，镍铁和电解镍价格总体呈现下行趋势，且在年末随着印尼政府镍矿配额的冲击迎来较强的反弹，且电解镍的弹性在这一阶段显著强于镍铁。

2025 年 1-3 月，依托于主产区雨季镍矿供应紧张、原料端价格高企，叠加镍铁价格推升，镍价走出一段趋势性行情，电解镍价格一度涨上 13 万元/吨。

2025 年 4-11 月，由于美国关税冲击，镍价下跌，之后虽有流动性修复，但是供过于求的基本面使得价格一路走弱。

2025 年 12 月开始，由于市场传闻印尼镍矿配额将在 2026 年降至 2.5 亿吨，超出市场预期，且镍价一度跌至 11.5 万元以下，26 年供需改善+价格超跌使得价格迅速反弹，电解镍价格冲至 14 万以上，镍铁价格也随之改善，但弹性相对较弱。

图表1：2025 年镍行情复盘



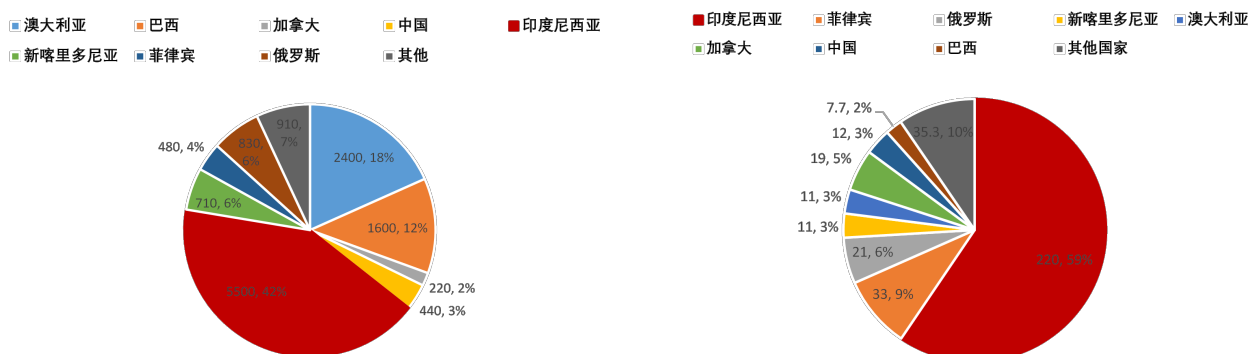
资料来源：Wind，中邮证券研究所

镍供给：印尼戏份不断增强

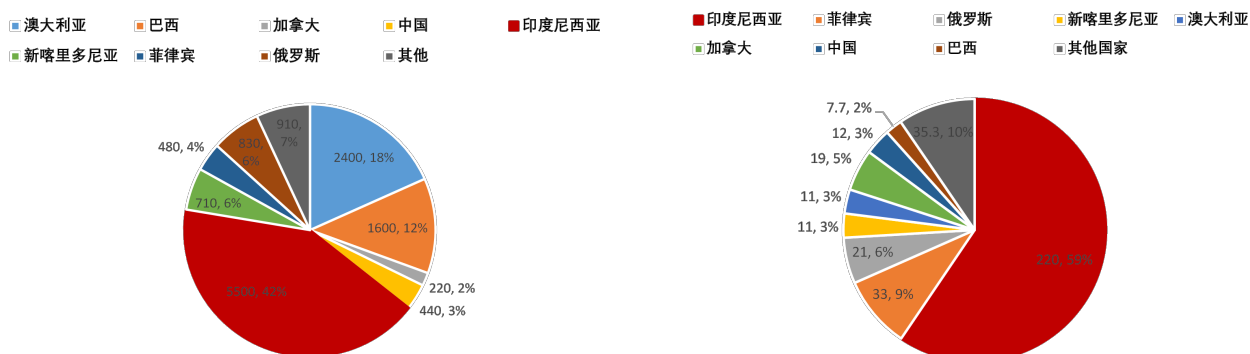
储量来看，印尼镍储量 5500 万吨，全球占比 42%，是全球最重要的镍储量国，巴西和澳大利亚储量分别为 1600 万吨和 2400 万吨，占比分别为 12% 和 18%。

年产量来看，2024 年全球镍产量为 352 万吨，YOY 为 4.7%，2025 年，根据 INSG 预测，全球年产量为 381 万吨，YOY 为 8.2%。印尼方面，2024 年印尼镍产量 220 万吨，全球占比 60% 左右，且随着 25 年其产量的进一步释放，占比为 67%，对全球镍供应具有举足轻重的作用。

图表2：2024 年全球镍储量分布（万吨，%）



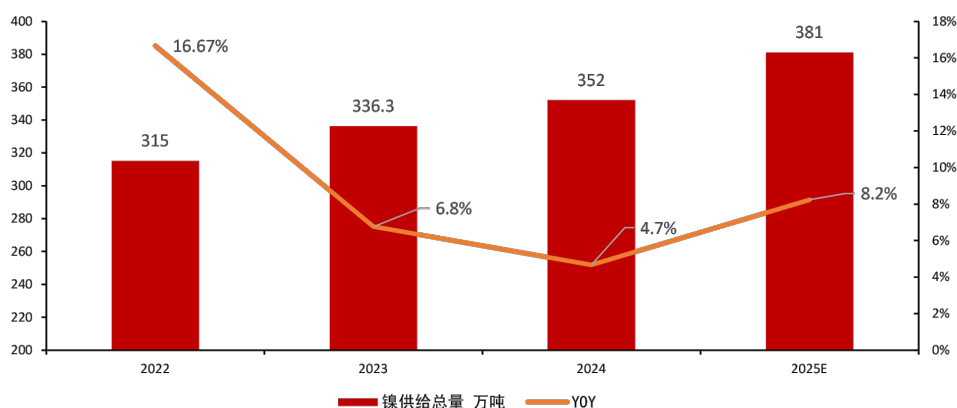
图表3：2024 年全球镍产量分布（万吨，%）



资料来源：USGS，中邮证券研究所

资料来源：USGS，中邮证券研究所

图表4：全球镍产量与增速

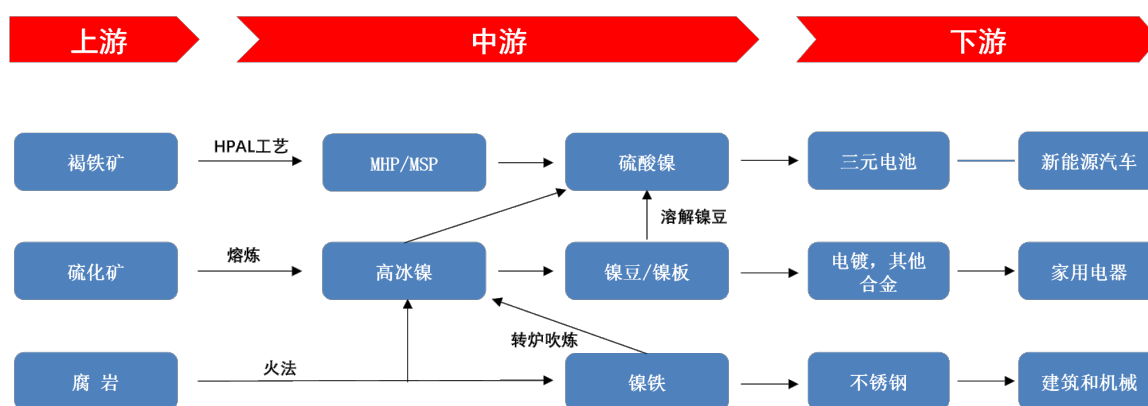


资料来源：INSG，中邮证券研究所

红土镍矿冶炼：MHP 盈利良好，火法进退维谷

分析印尼镍冶炼情况，具体可以分为用作湿法 HPAL 工艺的褐铁矿路线，以及用作火法 RKEF/富氧侧吹的腐岩路线。目前，湿法工艺由于钴价较高，抵扣成本后盈利能力良好，但火法工艺受困于镍矿价格较高，以及下游产品镍铁价格不佳，导致大多厂商处于盈亏平衡边缘。

图表5：镍产业链简析



资料来源：中邮证券研究所

HPAL 简介：

HPAL 工艺适合处理褐铁型红土镍矿，要求矿石含镁、铝低，通常镁含量小于 4%。高压硫酸浸出过程反应温度一般为 240-250℃，在此温度下，Ni、Co 等氧化物与硫酸反应形成可溶性的硫酸盐进入溶液，而铁则形成难溶的赤铁矿留在渣中，高压浸出矿浆经闪蒸降温后，用浓密机逆流倾析洗涤，得到的浸出液经中和后得到高品位的镍钴硫化物富集物，送镍钴精炼厂进行镍钴的分离提取。HPAL 的优势在于镍和钴的回收率均达到 90% 以上，但加压酸浸操作过程中会结垢，减少高压釜容积，降低传热效率，阻塞管道，且工艺操作条件相对苛刻。但是随着 2012 年中冶瑞木项目顺利投产，目前工艺难点已经被逐步克服，因此力勤资源、华友钴业、格林美等国内企业开始在印尼进行相应布局，目前经营较为稳定。HPAL 工艺投资较大，投资额为 2 亿美金/万吨，具有较高的投资壁垒。

HPAL 成本拆分：

相比于传统 RKEF 火法工艺，HPAL 最大的优势是可以回收一部分钴从而抵扣成本，使得总体成本相较于火法更低。

目前印尼 HPAL 抵扣钴前成本（产品为 MHP）在 12000 美金/吨，加工为电镍需要增加 2000 美金左右的成本。且副产品钴的折价系数目前随着钴价的提升而上行，使得抵扣钴后的成本进一步下降，给予了湿法项目较大的盈利能力：若钴价为 50 万元/吨，镍钴比为 12: 1，湿法 MHP 转产镍扣钴后成本预计为 9300 美金，由于项目均处于免税期，即使考虑到硫磺在 26 年的不断涨价，单吨电镍的净利润也在 6000 美金以上。

图表6：MHP 钴系数维持在 9 折以上



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：湿法 MHP 转产电镍扣钴后成本估算

		钴价 (万元/吨)										
		30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80
镍钴比	8	9733	9022	8311	7600	6889	6178	5466	4755	4044	3333	2622
	9	10207	9575	8943	8311	7679	7047	6415	5783	5150	4518	3886
	10	10587	10018	9449	8880	8311	7742	7173	6604	6035	5466	4898
	11	10897	10380	9863	9345	8828	8311	7794	7277	6759	6242	5725
	12	11155	10681	10207	9733	9259	8785	8311	7837	7363	6889	6415
	13	11374	10937	10499	10061	9624	9186	8749	8311	7873	7436	6998
	14	11562	11155	10749	10343	9936	9530	9124	8717	8311	7905	7498
	15	11724	11345	10966	10587	10207	9828	9449	9070	8690	8311	7932

资料来源：Wind，中邮证券研究所

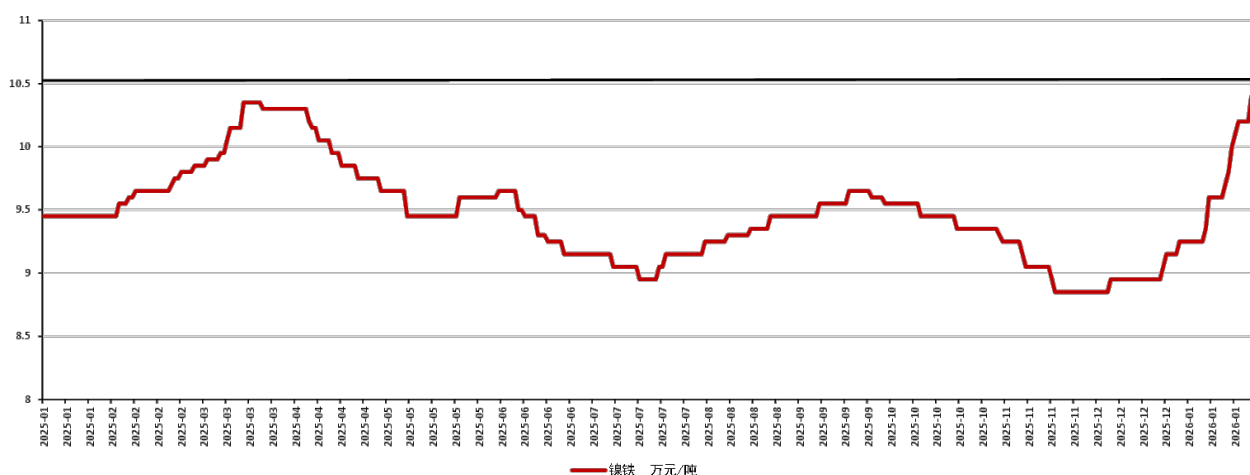
RKEF 简介:

回转窑—矿热炉（RKEF）应用于镍铁生产始于 20 世纪 50 年代，是目前处理红土镍矿生产镍铁的主流火法工艺，以腐岩型红土镍矿为原料，生产镍质量分数为 8—12% 的镍铁，之后转炉吹炼可以获得低冰镍或高冰镍，镍回收率较高，超过 90%。主要包括原料干燥与破碎、回转窑预还原、矿热炉高温溶炼、三步精炼除杂等工序，具有生产效率高、产品质量好、节能环保等优势，是当前世界范围内应用最广泛的红土镍矿工艺。RKEF 工艺的缺点是无法回收镍矿中的钴。另外，由于工艺能耗高，适宜于处理镍含量大于 2%、钴含量小于 0.05% 的矿石，且要求当地要有充沛的电力或燃料供应。

RKEF 成本拆分:

RKEF 工艺比较成熟，且流程短、原料范围广、生产规模大，是当前红土镍矿的主流生产工艺，但由于无法回收钴，成本相对于 HPAL 较高；我们选择上市公司披露的数据对 RKEF 工艺进行成本拆分，目前生产镍铁的成本约在 13000-14000 美金/吨。因此，目前镍铁价格水平之下，若前端没有经济性镍矿供应，后端没有不锈钢一体化产线，纯镍铁冶炼厂商基本处于亏损状态，若印尼配额传闻如期落地，上游镍矿紧张抬价，冶炼端进一步亏损可能触发减产动作。

图表8：镍铁价格长期位于成本线以下



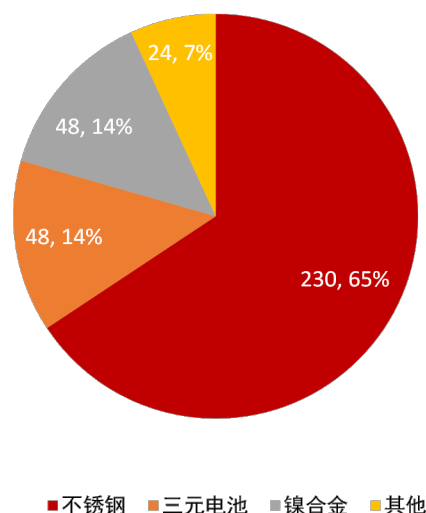
资料来源：Wind，中邮证券研究所

需求：不锈钢与三元双驱动

镍需求来看，不锈钢依旧占据主导地位，三元需求增速放缓。

2025 年需求结构预测中，不锈钢需求在 230 万吨左右，占比 65%，三元电池增速在 7%左右，全年需求约 48 万吨，占比 14%，镍合金和其他需求相对稳定，占比分别为 14%和 7%。

图表9：镍需求结构（万吨，%）



资料来源：Wind，INSG，鑫椏锂电，中邮证券研究所

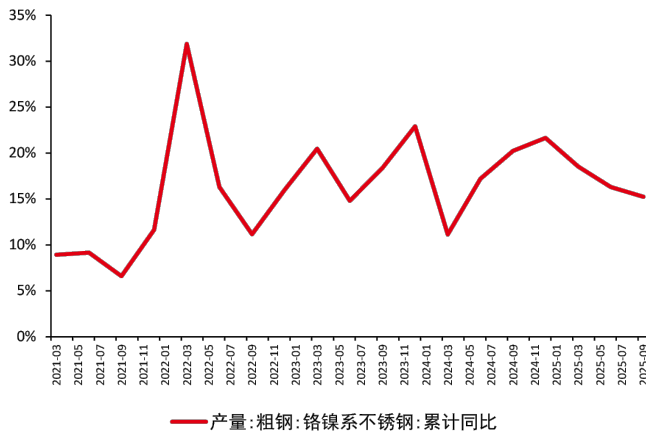
不锈钢需求：

不锈钢需求保持一定增长，未来预计稳定提升。

不锈钢产量近年来稳定增长，2024 年全球生产不锈钢粗钢 6262 万吨，YOY 超过 7%，2023 年产量 5845 万吨，YOY 为 5.78%。不锈钢的下游需求相对比较稳定，和房地产基建相关性较低，相关需求占比仅有 12%左右，主要下游为制造业相关，因此在 2022 年-2025 年保持了较高的增速。

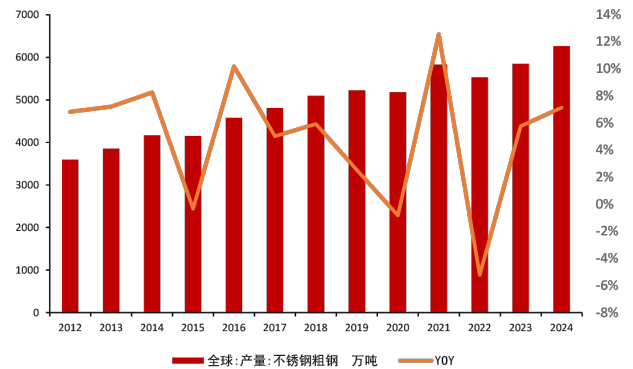
中国镍铬系不锈钢产量来看，2022 年后中国镍铬系不锈钢产量年增速均超过 10%，2025 年 Q1-Q3 累计增速达到 15%，增速依然较为可观，对镍金属的需求给予了强支撑。

图表10: 中国镍铬系不锈钢增速 10+%



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

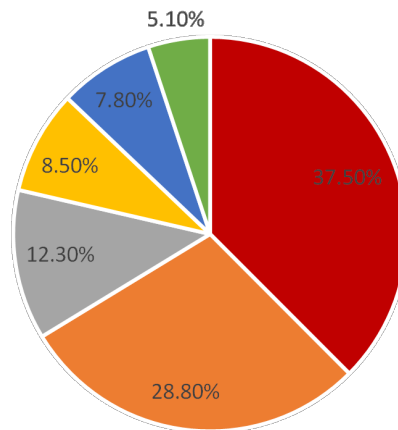
图表11: 全球不锈钢产量情况



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表12: 不锈钢需求结构, 与制造业强相关

■ 金属制品 ■ 机械工程 ■ 建筑 ■ 机动车辆和部件 ■ 电力机械 ■ 其他交通



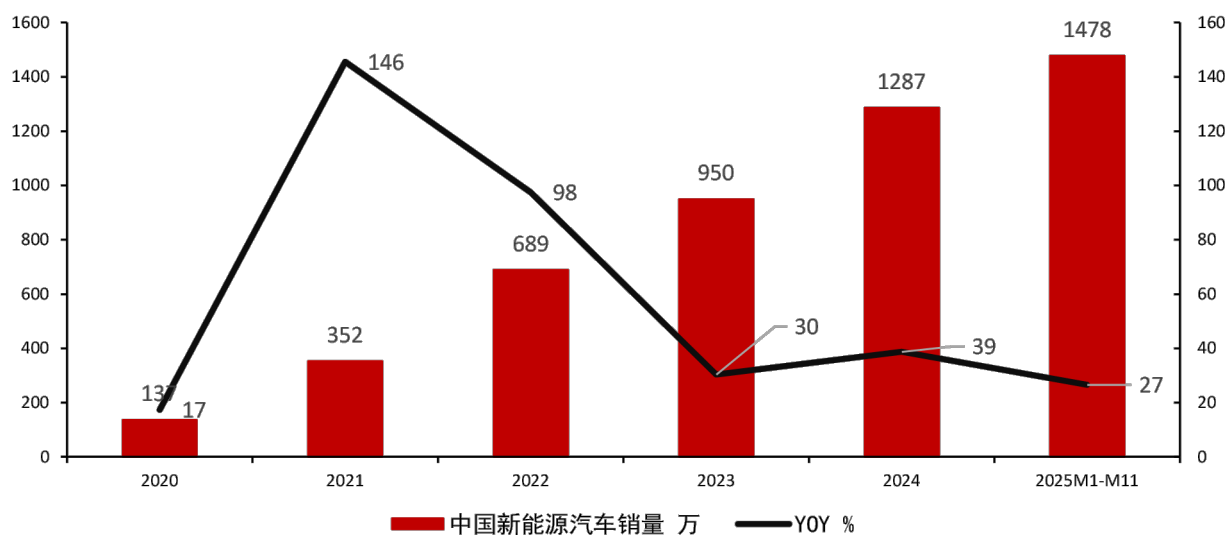
资料来源: World stainless, 中邮证券研究所

三元电池需求:

三元电池需求不及市场预期, 主要系磷酸铁锂电池汽车的需求冲击。2025年M1-M11虽然新能源车销量增速达到27%, 但是三元材料出货量增速仅有7%左右, 体现出新能源车市场的结构性变化。

根据 ICC 鑫椏锂电数据库统计：2025 年 11 月全球三元前驱体产量为 9.45 万吨，同比增长 23.1%。1-11 月累计产量 92.96 万吨，同比增长 6.27%。增速弱于同时期电动车增速。

图表13：新能源汽车销量增速可观



资料来源：Wind，中邮证券研究所

不过，随着储能需求爆发推动磷酸铁锂产业链提价，我们认为三元板块的性价比有望相对提升，从而对 2026 年三元电池增速的预期可以略作上调。同时远期的固态电池产业化可能给予三元电池更加广泛的渗透率。

印尼政策成为供给变数，将显著影响平衡表

近期，印尼政府密集出台政策，进一步收紧对矿产资源，特别是战略矿产镍的开发监管。扭转了对镍市场的宽松预期。

1. 提高林区违规开采处罚标准

12月1日，印尼能源与矿产资源部发布第391.K/MB.01/MEM.B/2025号部长令，明确对在森林保护区内违规开展采矿活动的企业实施按矿种分类的处罚。其中，镍矿的罚金标准显著高于其他矿种，达到每公顷65亿印尼盾（约合39万美元），远超铝土矿、锡矿和煤炭。此举凸显了镍资源在印尼的国家战略地位。

2. 强化执法与追缴罚款

12月10日，印尼林业工作组展开执法行动，向71家涉及林区违规的企业追缴罚款。其中，22家矿业公司合计被处以29.2万亿印尼盾的罚金，而49家棕榈油企业的罚款总额为9.42万亿盾。该行动表明政府正加大执法力度，旨在压缩镍矿等资源的非法开采空间。

3. 拟大幅下调镍矿产量目标并改革定价机制

据印尼镍矿商协会(APNI)12月17日透露，2026年的工作计划与预算(RKAB)草案中，镍矿石产量目标设定为2.5亿吨，较2025年的3.64亿吨目标大幅下调。这一调整可能缓解市场对镍矿供应过剩的预期。同时，能矿部计划于2026年初修订镍矿基准价格(HPM)计算公式，主要调整包括将钴等伴生矿物作为独立矿种进行计价并相应征收权利金。新公式预计在2026年1月至2月期间落地实施。

相较于非法采矿罚款以及对钴征税的成本提升预期而言，印尼2026年镍矿石目标最为重要，2025年印尼实际镍矿石需求量在3亿吨左右，对应大约255万吨镍金吨，若2026年实际镍矿产量在2.5亿吨，按照比例估算，2026年印尼镍产量大概为220万吨，下降约15%。

图表14: 若印尼 2.5 亿吨配额政策落地, 26 年镍市场会出现短缺 (万吨)

单位: 万吨	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
镍供给总量	315	336.3	352	381	350	360
YOY		6.8%	4.7%	8.2%	-8.1%	2.9%
印尼镍产量	158	203	220	255	220	230
YOY		28.5%	8.4%	15.9%	-13.7%	4.5%
印尼外产量	157	133.3	132	126	130	130
印尼占比	50%	60%	63%	67%	63%	64%
需求总量	307	314	330	345	360	373
YOY		2.3%	5.1%	4.6%	4.2%	3.8%
不锈钢	201	203	215	225	235	246
三元电池	42	43	45	48	51	53
镍合金	40	44	46	48	50	50
其他	24	24	24	24	24	24
供需平衡	8	22	22	36	-10	-13

资料来源: Wind, INSG, 鑫椏锂电, 中邮证券研究所

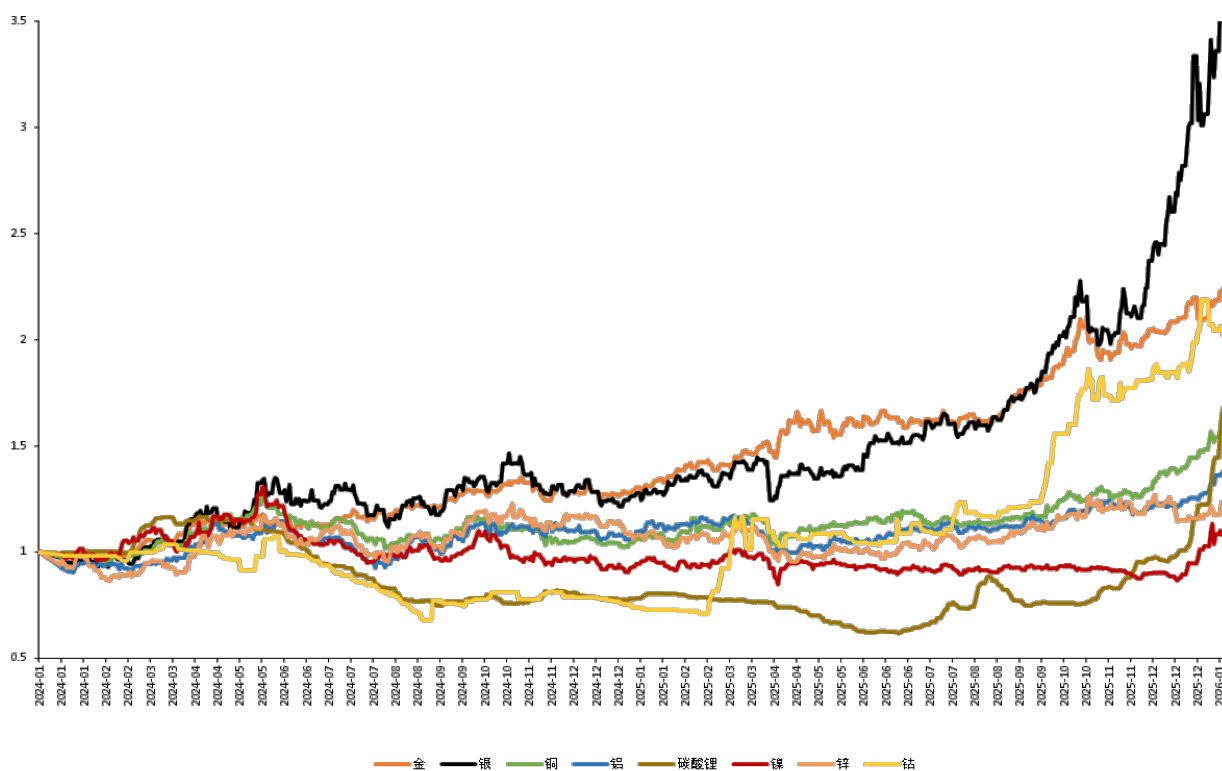
根据供需平衡表推演, 需求端不锈钢和三元电池保持一定的增量, 总体需求增速在 2026 和 2027 年维持 4.2%和 3.8%。若印尼 2.5 亿吨配额政策落地, 26 年镍供应可能缩减 8%左右, 市场有望出现 10 万吨左右的短缺。

10 万吨的短缺有望结束电镍在 2025 年的累库情况, 使得库存去化逐步出现, 从而推动价格上行。

缺席 2024 和 2025 年金属牛市的品种，或具有高弹性

镍是有色金属中少有的缺席 2024 年至今有色牛市的品种。截至 2026 年 1 月 5 日，2024 年开始，镍涨幅仅有 3%，相较于贵金属、铜铝锌等工业金属、以及钴和碳酸锂等能源金属的涨幅都相差较大，一旦印尼政策使得品种出现供需缺口，或存在一定的高弹性补涨的可能性。

图表15：2024 年至今，镍缺席有色上涨行情



资料来源：Wind，中邮证券研究所

若镍价成功反转，建议关注力勤资源、华友钴业等湿法冶金成熟，盈利可充分释放的公司。

风险提示

印尼政策变化超预期，下游需求不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048