

有色金属

报告日期：2025 年 11 月 15 日

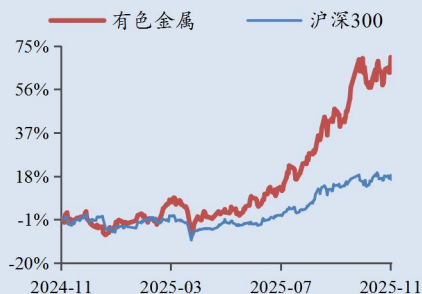
## 宏观宽松预期叠加不确定性增强，有色行业整体表现亮眼

### ——有色金属行业 2025 年三季度报综述

#### 华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

#### 最近一年走势



分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

#### 相关阅读

《宏观不确定性增强，贵金属维持量价齐升——有色金属行业深度报告》  
2025.09.20

《美联储9月降息预期几何？——有色金属行业周报》  
2025.09.02

《美经济数据不及预期+美联储人事变动，黄金高位震荡——有色金属行业周报》  
2025.08.13

#### 摘要：

- 2025 年第三季度，全球宏观环境不确定性仍在，降息预期有所升温，推动金属价格整体上抬，同时部分金属上游供给扰动加剧，为价格提供坚实支撑。进入三季度，美国非农就业数据走弱，对经济下行风险加大的担忧有所升温，鲍威尔在杰克逊霍尔会议中明确释放降息信息，贵金属价格一路上行。工业金属方面，印尼自由港铜矿矿难事件使得本就刚性的供给更加紧张，约束铜价下限。能源金属价格在三季度出现明显反弹，带动公司盈利能力进一步收窄放缓，行业反弹可期。维持行业“推荐”评级。
- **贵金属：降息预期支撑金价持续上行。**2025 年上半年，在特朗普政策不确定性、美联储降息预期等因素的变动影响下，黄金经历了加速上行、横盘震荡、向上突破三个阶段，在 3300-3400 美元/盎司之间波动。进入第三季度，美国经济数据变化趋势更加复杂：尽管新增非农就业有所下滑，但整体劳动力市场仍处于平衡，意味着就业需求也在下降，暗示美国经济走势可能趋弱，同时对美国通胀水平可能继续上行的担忧有所加重。在此背景下，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上表示，当前就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化要求调整政策，因此对降息持开放态度。与此同时，特朗普出于施政需求，不断加大对美联储的干预，多次要求鲍威尔加快降息，市场担忧美联储独立性将进一步受到影响。在以上原因基础上，第三季度贵金属价格继续向上突破，走出一波单边上涨行情。
- **工业金属：降息预期升温，部分金属供给扰动加剧。**2025 年第三季度，在对美国经济走弱、通胀走高的担忧下，美联储降息预期进一步升温，同时特朗普加大对美联储干预，包括铜在内的工业金属价格得到宏观宽松的支撑。与此同时，部分金属供给刚性持续增加，9 月，全球第二大铜矿自由港旗下印尼 Grasberg 铜矿发生矿难，预计将对 2025 年四季度及 2026 年全球铜矿供应产生影响，铜价进一步震荡向上。前三季度，LME 铜现货均价 9561.07 美元/吨，较 2024 年同期 9131.16 美元增长 4.71%；前三季度 LME 铝现货均价 2566.06 美元/吨，较 2024 年同期 2366.41 美元/吨增长 8.44%。前三季度 LME 铅锌均价分别为 1961.14 美元/吨、2769.79 美元/吨，同比 2024 年上半年均价 2094.7 美元/吨、2687.7 美元/吨分别下降 6.38%、上涨 3.05%。
- **能源金属：板块或已筑底，反弹可期。**2025 年前三季度，国产碳

酸锂（电池级，纯度 99.5%）和氢氧化锂（纯度 56.5%）均价分别为 71339.89 元/吨、67844.81 元/吨，同比 2024 年前三季度分别下降 25.17%、21.47%。从趋势来看，2025 年上半年碳酸锂和氢氧化锂价格下降速度有所放缓、降幅收窄，第三季度出现反弹，拐点可能逐步确认。前三季度金属钴均价 226241.76 元/吨，同比增长 6.78%，从趋势来看，上半年均价仍同比下降主因 2024 年上半年钴价仍处于高位，且 2024 年下半年至 2025 年一季度钴价下滑幅度较大，9 月份，钴价大幅度反弹，带动前三季度均价同比增长。

- **投资建议：**尽管 12 月降息仍存在不确定性，但中期看宏观宽松预期确定性较强，将为有色金属价格提供较好支撑，黄金等贵金属直接受益。工业金属方面，铜的供给扰动或成为常态，价格支撑较强。能源金属三季度价格反弹后，行业公司业绩有望逐步回暖。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、中金黄金（600489.SH）、山东黄金（600547.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、西部矿业（601168.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、海亮股份（002203.SZ）、藏格矿业（000408.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、华友钴业（603799.SH）。
- **风险提示：**主要经济体关税不确定性；美联储降息节奏存不确定性；宏观经济复苏不及预期；地缘政治风险；数据引用风险。

表：重点关注公司及盈利预测

| 股票代码      | 股票简称 | 2025/11/14 | EPS（元） |       |       |       | PE    |       |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      | 股价（元）      | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |      |
| 000408.SZ | 藏格矿业 | 60.38      | 1.63   | 2.28  | 3.25  | 4.1   | 17.0  | 26.5  | 18.6  | 14.7  | 未评级  |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 5.29       | 0.22   | 0.26  | 0.38  | 0.42  | 14.7  | 20.2  | 14.0  | 12.5  | 未评级  |
| 002203.SZ | 海亮股份 | 11.57      | 0.35   | 0.63  | 1.18  | 1.4   | 19.2  | 18.4  | 9.8   | 8.3   | 买入   |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 68.89      | -1.03  | 0.13  | 0.69  | 1.38  | -     | 538.8 | 100.5 | 50.1  | 未评级  |
| 600489.SH | 中金黄金 | 21.81      | 0.7    | 1.09  | 1.44  | 1.69  | 17.2  | 20.0  | 15.2  | 12.9  | 未评级  |
| 600547.SH | 山东黄金 | 35.83      | 0.66   | 1.44  | 1.78  | 2.09  | 34.3  | 24.9  | 20.2  | 17.1  | 未评级  |
| 601168.SH | 西部矿业 | 23.97      | 1.23   | 1.62  | 1.83  | 2.04  | 13.1  | 14.8  | 13.1  | 11.8  | 未评级  |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 30.02      | 1.21   | 1.63  | 1.85  | 2.14  | 18.6  | 18.4  | 16.2  | 14.0  | 增持   |
| 603799.SH | 华友钴业 | 65.61      | 2.5    | 3.1   | 3.85  | 4.52  | 12.0  | 21.2  | 17.1  | 14.5  | 未评级  |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 16.78      | 0.63   | 0.87  | 1.05  | 1.15  | 10.6  | 19.2  | 15.9  | 14.6  | 未评级  |

数据来源：Wind，华龙证券研究所（紫金矿业、海亮股份盈利预测来自华龙证券，其他盈利预测来自万得一致预期）

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1 贵金属涨势未弱，工业金属支撑确定，能源金属反弹可期 | 1  |
| 1.1 收入利润                    | 1  |
| 1.2 盈利水平变化                  | 2  |
| 2 贵金属：降息预期支撑金价持续上行          | 4  |
| 2.1 收入利润变化                  | 4  |
| 2.2 盈利水平变化                  | 6  |
| 3 工业金属：降息预期升温，部分金属供给扰动加剧    | 7  |
| 3.1 收入利润变化                  | 7  |
| 3.2 盈利水平变化                  | 10 |
| 4 能源金属：板块或已筑底，反弹可期          | 11 |
| 4.1 收入利润变化                  | 11 |
| 4.2 盈利水平变化                  | 13 |
| 5 投资建议                      | 15 |
| 6 风险提示                      | 15 |

## 图目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 图 1：有色行业收入同比变化        | 1  |
| 图 2：有色行业归母净利润同比变化     | 1  |
| 图 3：有色行业收入季度变化        | 2  |
| 图 4：有色行业归母净利润季度变化     | 2  |
| 图 5：行业毛利率变化           | 3  |
| 图 6：行业 ROE 变化         | 3  |
| 图 7：伦敦现货黄金价格走势（美元/盎司） | 5  |
| 图 8：伦敦现货白银价格走势（美元/盎司） | 5  |
| 图 9：贵金属营收变化           | 5  |
| 图 10：贵金属归母净利润变化       | 5  |
| 图 11：贵金属营收季度变化        | 6  |
| 图 12：贵金属归母净利润季度变化     | 6  |
| 图 13：贵金属毛利率变化         | 6  |
| 图 14：贵金属 ROE 变化       | 6  |
| 图 15：LME 铜现货结算价（美元/吨） | 8  |
| 图 16：LME 铝现货结算价（美元/吨） | 8  |
| 图 17：LME 铅现货结算价（美元/吨） | 8  |
| 图 18：LME 锌现货结算价（美元/吨） | 8  |
| 图 19：工业金属营收变化         | 9  |
| 图 20：工业金属归母净利润变化      | 9  |
| 图 21：工业金属营收季度变化       | 9  |
| 图 22：工业金属归母净利润季度变化    | 9  |
| 图 23：工业金属板块毛利率变化      | 10 |
| 图 24：工业金属板块 ROE 变化    | 10 |

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 图 25: 锂价变动情况 (元/吨) .....  | 12 |
| 图 26: 钴价变动情况 (元/吨) .....  | 12 |
| 图 27: 能源金属营收变化 .....      | 12 |
| 图 28: 能源金属归母净利润变化 .....   | 12 |
| 图 29: 能源金属营收季度变化 .....    | 13 |
| 图 30: 能源金属归母净利润季度变化 ..... | 13 |
| 图 31: 能源金属板块利润率变化 .....   | 14 |
| 图 32: 能源金属板块 ROE 变化 ..... | 14 |

## 表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1: 2025 年前三季度有色行业二级子行业收入、利润变化 .....   | 2  |
| 表 2: 贵金属板块重点公司 2025 年前三季度营收、利润情况 .....  | 7  |
| 表 3: 工业金属三级子行业收入利润增速变化 .....            | 10 |
| 表 4: 工业金属板块重点公司营收利、利润情况 .....           | 11 |
| 表 5: 能源金属三级子行业收入、利润增速变化 .....           | 13 |
| 表 6: 能源金属板块重点公司 2025 年前三季度营收、利润情况 ..... | 14 |

## 1 贵金属涨势未弱，工业金属支撑确定，能源金属反弹可期

2025 年第三季度，全球宏观环境不确定性仍在，降息预期有所升温，推动金属价格整体上抬，同时部分金属上游供给扰动加剧，为价格提供坚实支撑。进入三季度，美国非农就业数据走弱，对经济下行风险加大的担忧有所升温，鲍威尔在杰克逊霍尔会议中明确释放降息信息，贵金属价格一路上行。工业金属方面，印尼自由港铜矿矿难事件使得本就刚性的供给更加紧张，约束铜价下限。能源金属价格在三季度出现明显反弹，带动公司盈利能力进一步收窄放缓，行业反弹可期。

### 1.1 收入利润

2025 年前三季度，有色金属行业（申万一级行业）整体实现营业收入 2.82 万亿元，较 2024 年同期 2.58 万亿元增长 9.3%，增速较 2024 年全年增速持续提升。实现归母净利润 1512.88 亿元，较 2024 年同期 1068.82 亿元大幅增长 41.55%，远高于收入增速。在主要金属价格上行支撑下，行业盈利能力显著提升。

图 1：有色行业收入同比变化

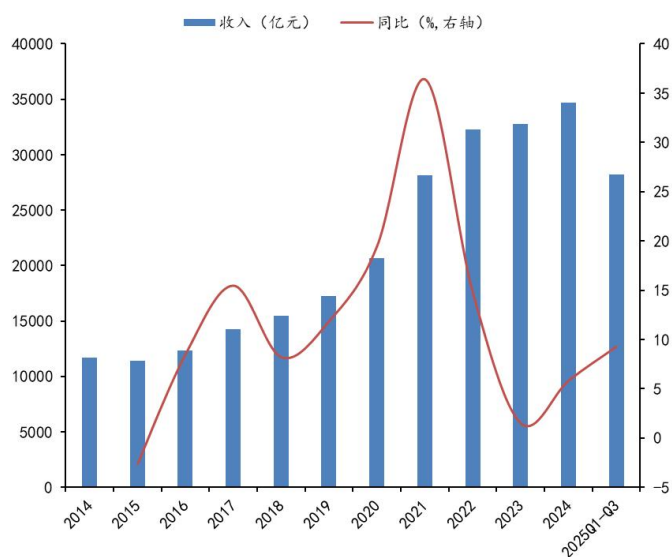
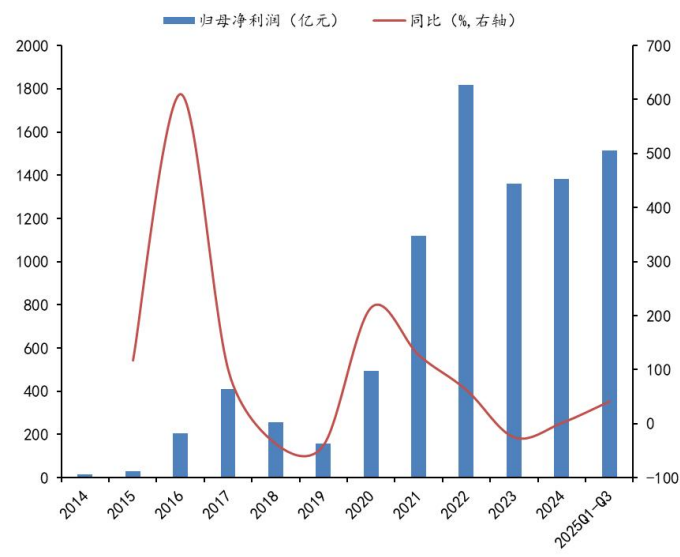


图 2：有色行业归母净利润同比变化

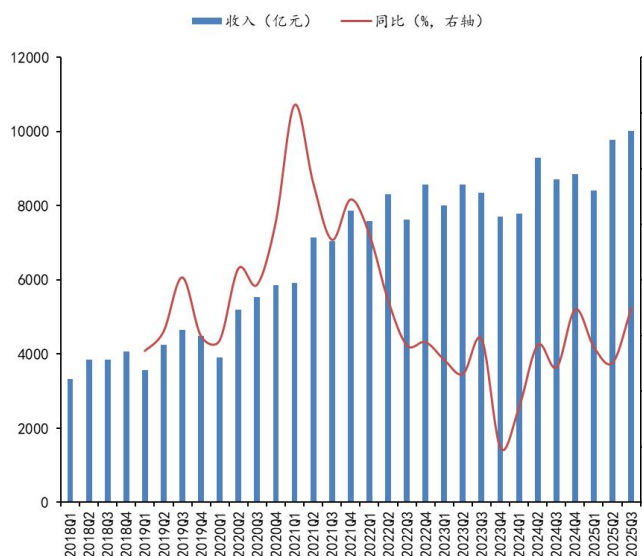


数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

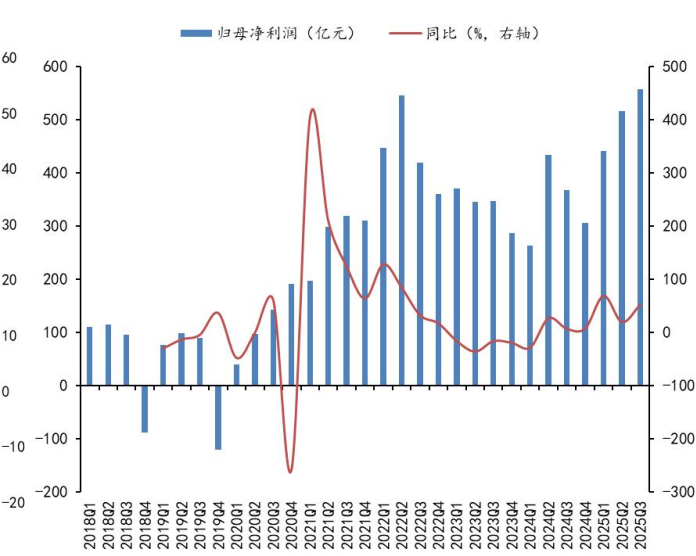
分季度来看，2025 年第三季度行业营业收入为 10019.26 亿元，同比大幅增长 15.05%，连续 6 个季度保持同比增长，2025Q3 环比 2025Q2 继续增长 2.4%。2025 年第三季度行业归母净利润为 556.09 亿元，同比大幅增长 51.62%，2025Q3 环比 2025Q2 增长 8.01%，行业景气度持续提高。

图 3：有色行业收入季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 4：有色行业归母净利润季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

分板块来看，申万有色行业 5 个子行业 2025 年前三季度均实现营收、归母净利润同比双增。其中，能源金属不仅同比扭亏，归母净利润在上半年基础上第三季度继续高速增长，前三季度实现 97.68 亿元，同比大幅增长 385.53%，表现最为亮眼。贵金属在黄金、白银等价格中枢抬升背景下，实现收入、利润双增，增幅分别达到 35.02%、62.31%，领先除能源金属外的其他子板块。工业金属、小金属归母净利润同比分别增长 32.47%、43.12%，均显著快于收入增速，表现出较强景气度。金属新材料前三季度收入、归母净利润增速分别为 8.32%、8.26%。

表 1：2025 年前三季度有色行业二级子行业收入、利润变化

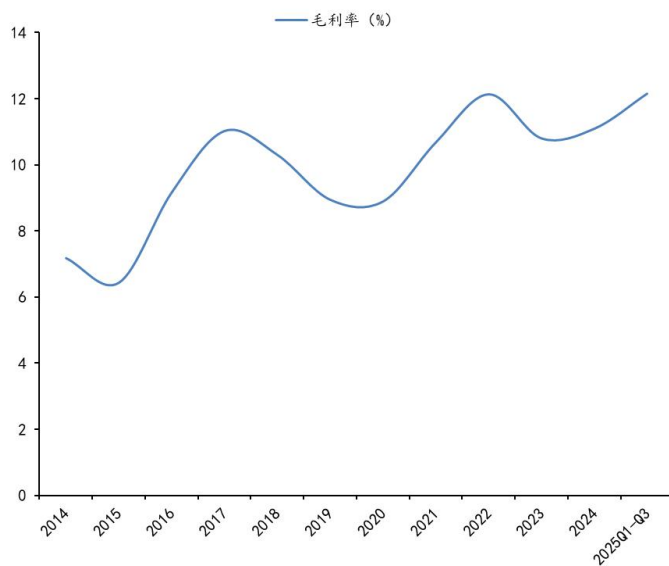
|       | 收入                |                   |           | 归母净利润             |                   |           |
|-------|-------------------|-------------------|-----------|-------------------|-------------------|-----------|
|       | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) |
| 贵金属   | 2218.46           | 2995.43           | 35.02     | 90.73             | 147.26            | 62.31     |
| 工业金属  | 19809.44          | 20888.77          | 5.45      | 828.70            | 1097.81           | 32.47     |
| 能源金属  | 1147.15           | 1297.95           | 13.15     | 20.12             | 97.68             | 385.53    |
| 金属新材料 | 780.18            | 845.11            | 8.32      | 42.71             | 46.23             | 8.26      |
| 小金属   | 1863.89           | 2193.69           | 17.69     | 86.57             | 123.90            | 43.12     |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 1.2 盈利水平变化

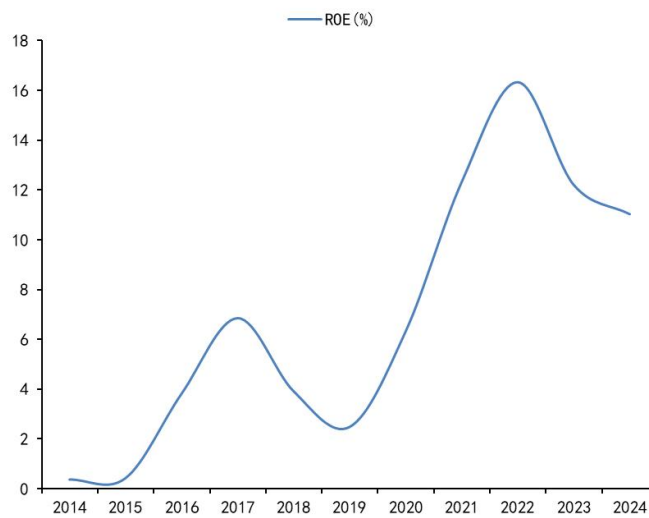
2025 年前三季度，有色行业整体毛利率 12.15%，同比增长 1.00pct，较 2024 年全年提升 1.06pct；行业 ROE 为 10.34%，同比提升 1.45pct。行业盈利能力持续稳步提升。

图 5：行业毛利率变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 6：行业 ROE 变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2 贵金属：降息预期支撑金价持续上行

### 2.1 收入利润变化

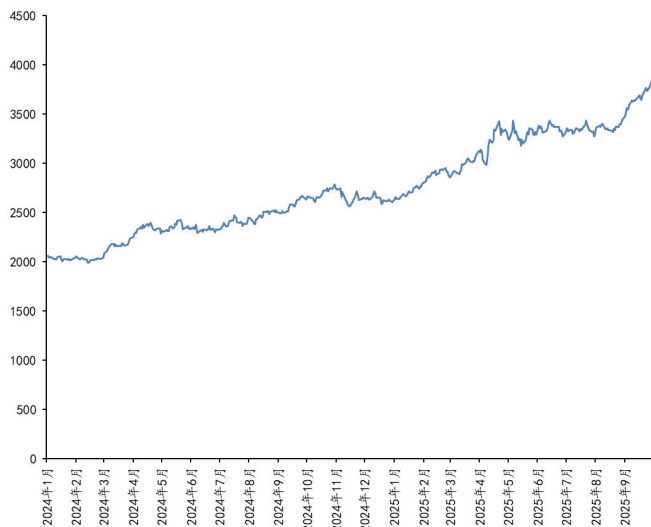
2025 年上半年，在特朗普政策不确定性、美联储降息预期等因素的变动影响下，黄金经历了加速上行、横盘震荡、向上突破三个阶段，在 3300-3400 美元/盎司之间波动。进入第三季度，美国经济数据变化趋势更加复杂：尽管新增非农就业有所下滑，但整体劳动力市场仍处于平衡，意味着就业需求也在下降，暗示美国经济走势可能趋弱，同时对美国通胀水平可能继续上行的担忧有所加重。在此背景下，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上表示，当前就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化要求调整政策，因此对降息持开放态度。与此同时，特朗普出于施政需求，不断加大对美联储的干预，多次要求鲍威尔加快降息，市场担忧美联储独立性将进一步受到影响。在以上原因基础上，第三季度贵金属价格继续向上突破，走出一波单边上涨行情。

前三季度，LME 现货黄金均价 3206.73 美元/盎司，同比大幅上涨 39.52%；LME 现货白银均价 35.05 美元/盎司，同比上涨 28.75%。

在黄金、白银价格显著上涨的推动下，A 股贵金属板块业绩持续大幅提升。贵金属二级行业全部上市公司 2025 年前三季度实现营业收入 2995.43 亿元，较 2024 年同期 2218.46 亿元增长 35.02%，实现归母净利润 147.26 亿元，较 2024 年同期 90.73 亿元大幅增长 62.31%，净利润增速显著快于收入增速，行业迎来量价齐升。

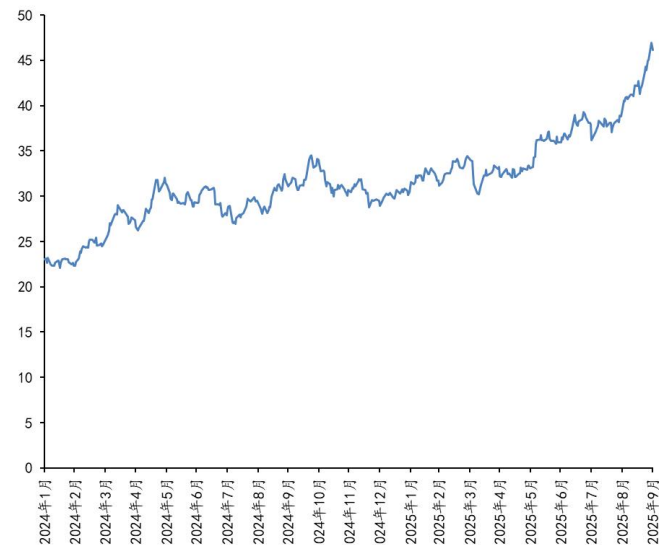
分季度看，贵金属板块 2025 年第三季度实现营收 1112.9 亿元，同比增长 49.96%，2025Q3 环比 2025Q2 增长 6.58%。第三季度实现归母净利润 50.44 亿元，同比增长 55.47%，2025Q3 环比 2025Q2 下降 12.81%。

图 7：伦敦现货黄金价格走势（美元/盎司）



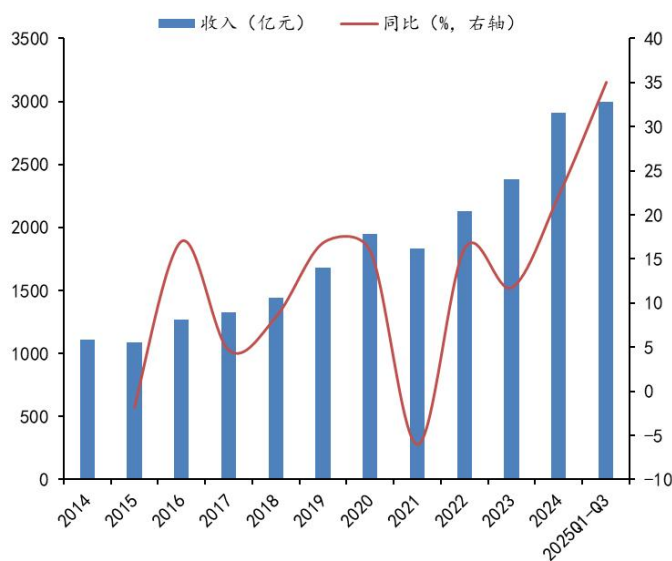
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 8：伦敦现货白银价格走势（美元/盎司）



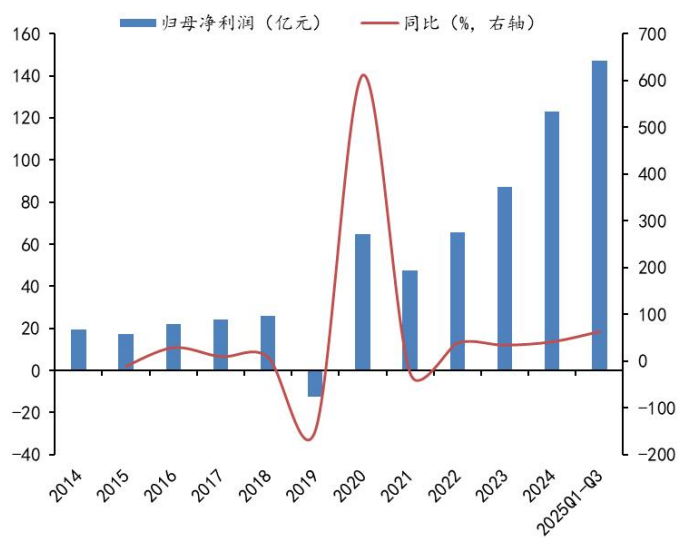
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 9：贵金属营收变化



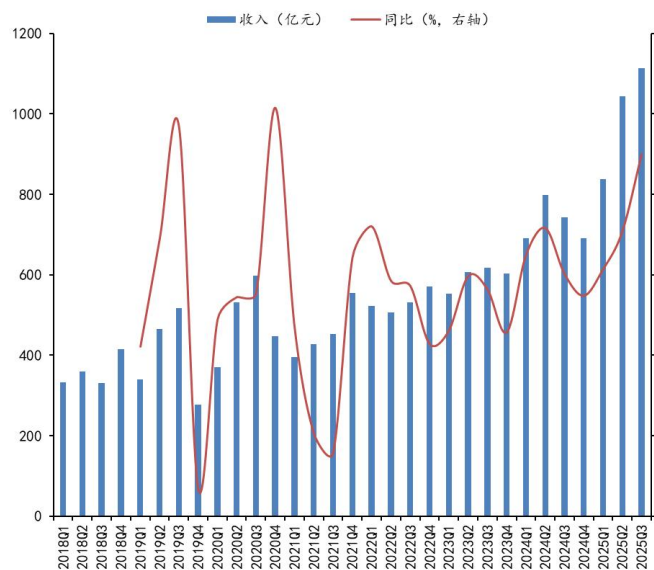
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 10：贵金属归母净利润变化



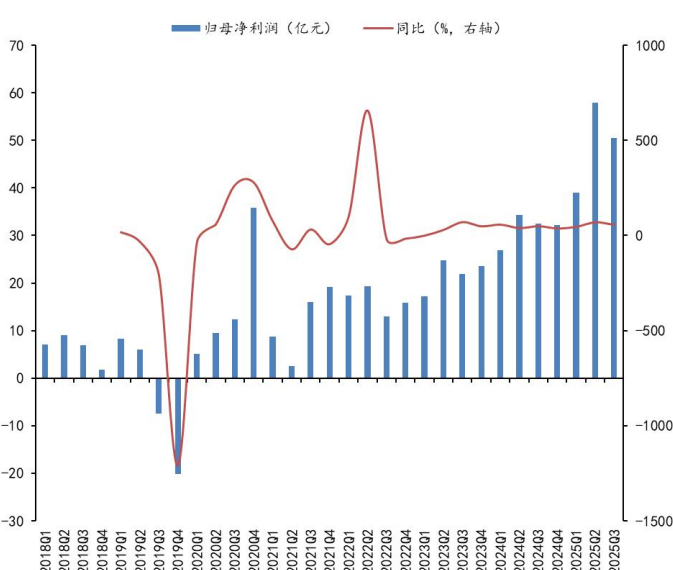
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：贵金属营收季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 12：贵金属归母净利润季度变化

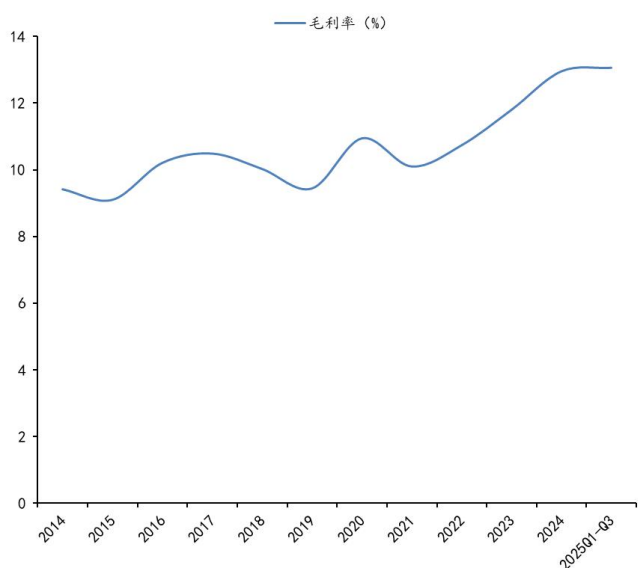


数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2.2 盈利水平变化

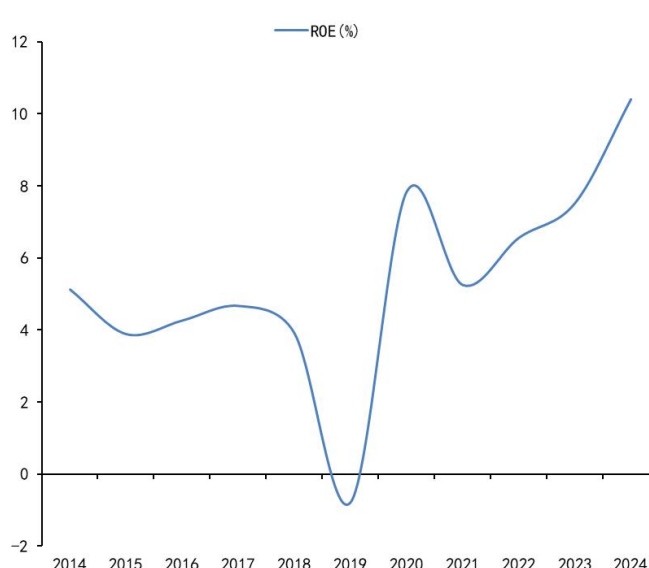
2025 年前三季度，贵金属板块整体毛利率 13.06%，同比提升 0.78pct。  
2025 年前三季度贵金属板块 ROE 为 11.11%，同比提升 2.99pct，盈利水平持续提升。

图 13：贵金属毛利率变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 14：贵金属 ROE 变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：贵金属板块重点公司 2025 年前三季度营收、利润情况

| 代码        | 简称   | 营业收入              |                    |           | 归母净利润             |                    |           |
|-----------|------|-------------------|--------------------|-----------|-------------------|--------------------|-----------|
|           |      | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) |
| 000975.SZ | 山金国际 | 120.7             | 150.0              | 24.2      | 17.3              | 24.6               | 42.4      |
| 002155.SZ | 湖南黄金 | 209.9             | 411.9              | 96.3      | 6.7               | 10.3               | 54.3      |
| 600489.SH | 中金黄金 | 460.4             | 539.8              | 17.2      | 26.4              | 36.8               | 39.2      |
| 600547.SH | 山东黄金 | 670.1             | 837.8              | 25.0      | 20.7              | 39.6               | 91.5      |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 62.2              | 86.4               | 38.9      | 11.1              | 20.6               | 86.2      |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 2304.0            | 2542.0             | 10.3      | 243.6             | 378.6              | 55.4      |
| 002716.SZ | 湖南白银 | 53.9              | 85.9               | 59.6      | 1.2               | 1.6                | 28.4      |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 3 工业金属：降息预期升温，部分金属供给扰动加剧

#### 3.1 收入利润变化

2025 年第三季度，在对美国经济走弱、通胀走高的担忧下，美联储降息预期进一步升温，同时特朗普加大对美联储干预，包括铜在内的工业金属价格得到宏观宽松的支撑。与此同时，部分金属供给刚性持续增加，9 月，全球第二大铜矿自由港旗下印尼 Grasberg 铜矿发生矿难，预计将对 2025 年四季度及 2026 年全球铜矿供应产生影响，铜价进一步震荡向上。

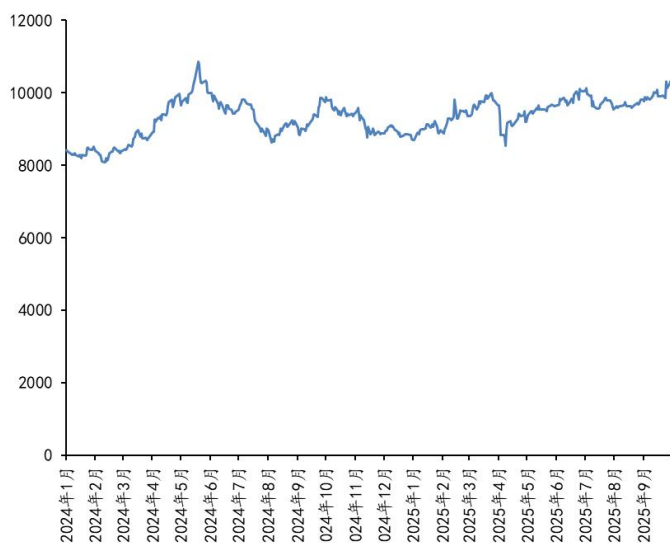
前三季度，LME 铜现货均价 9561.07 美元/吨，较 2024 年同期 9131.16 美元增长 4.71%；前三季度 LME 铝现货均价 2566.06 美元/吨，较 2024 年同期 2366.41 美元/吨增长 8.44%。前三季度 LME 铅锌均价分别为 1961.14 美元/吨、2769.79 美元/吨，同比 2024 年同期均价 2094.7 美元/吨、2687.7 美元/吨分别下降 6.38%、上涨 3.05%。

前三季度，工业金属板块实现营业收入 2.09 万亿元，较 2024 年同期 1.98 万亿元增长 5.45%，实现归母净利润 1097.81 亿元，较 2024 年同期 828.7 亿元增长 32.47%，显著快于收入增速。

分季度来看，工业金属板块 2025 年第三季度收入为 7301.32 亿元，同比增长 9.67%，2025Q3 环比 2025Q2 增长 0.3%；板块归母净利润为 397.63

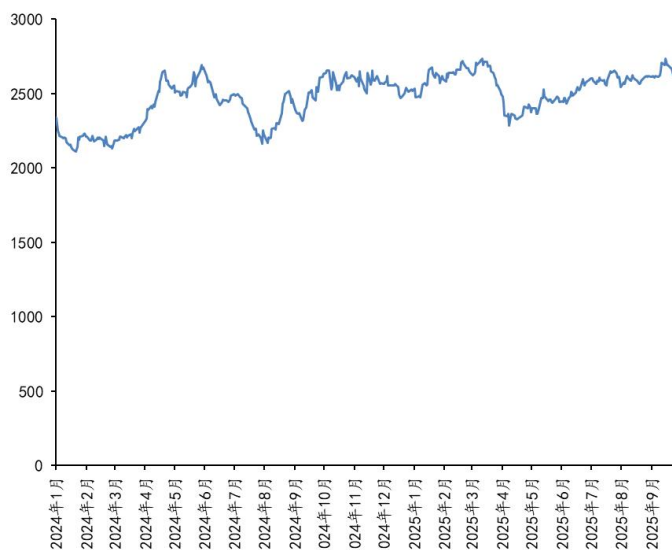
亿元，同比增长 49.2%，2025Q3 环比 2025Q2 增长 14.88%。

图 15: LME 铜现货结算价 (美元/吨)



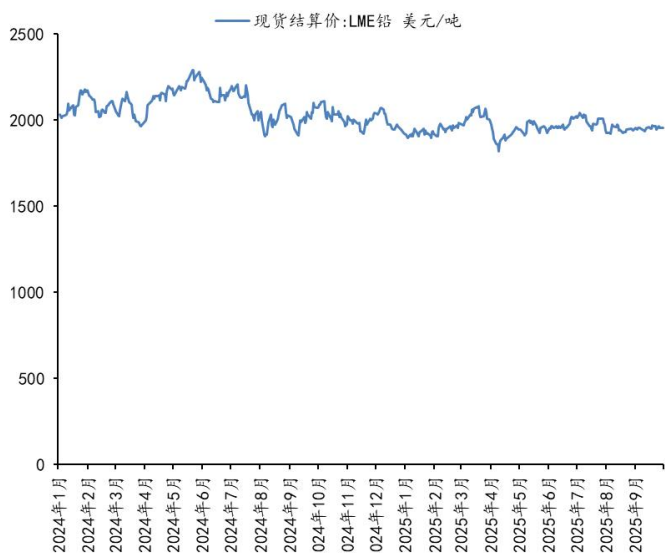
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 16: LME 铝现货结算价 (美元/吨)



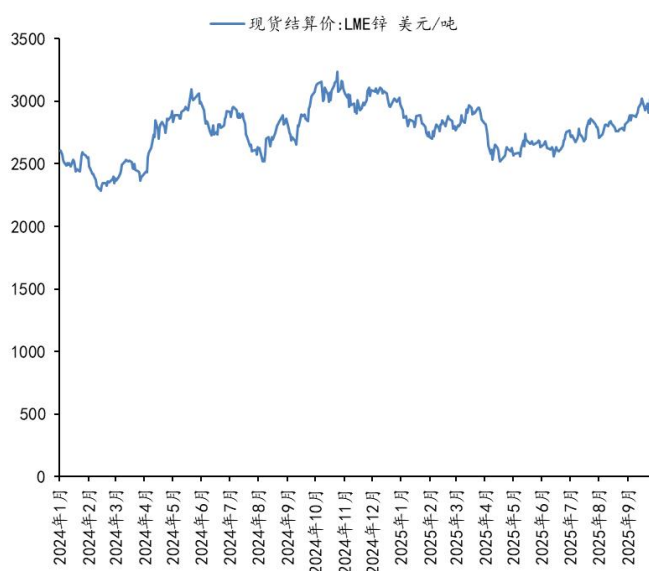
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 17: LME 铅现货结算价 (美元/吨)



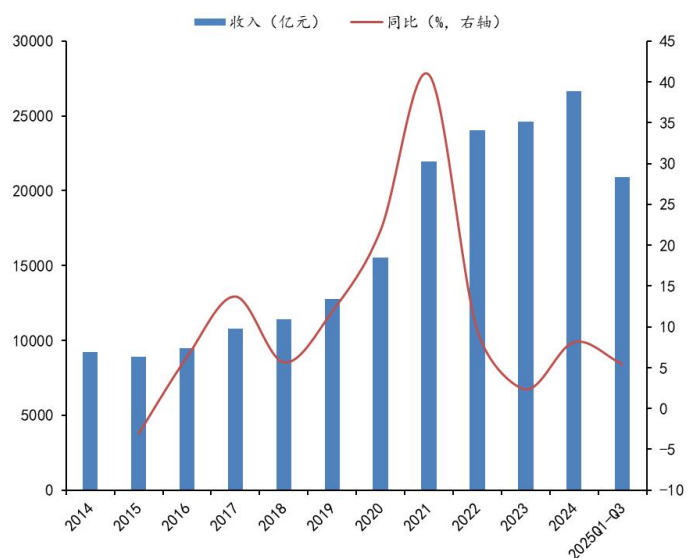
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 18: LME 锌现货结算价 (美元/吨)



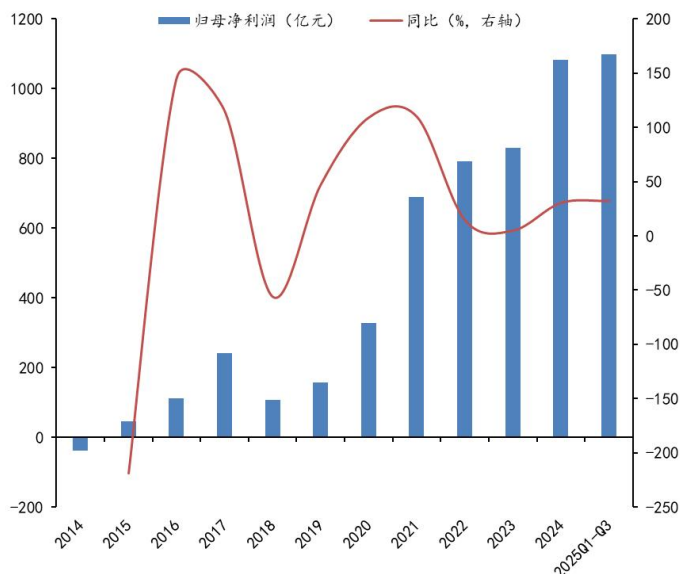
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 19：工业金属营收变化



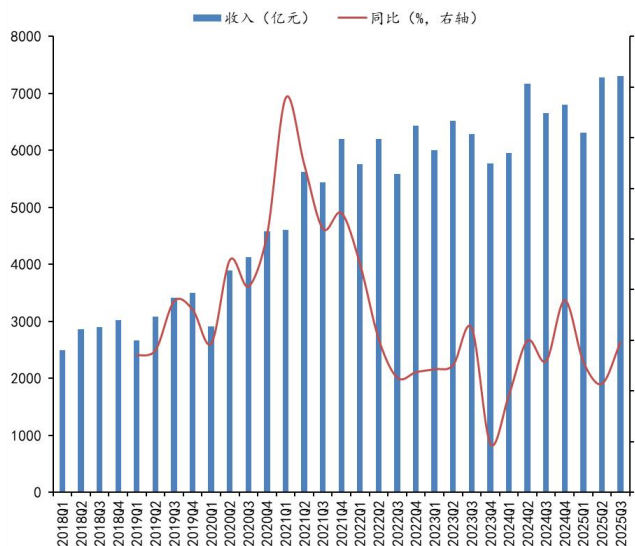
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 20：工业金属归母净利润变化



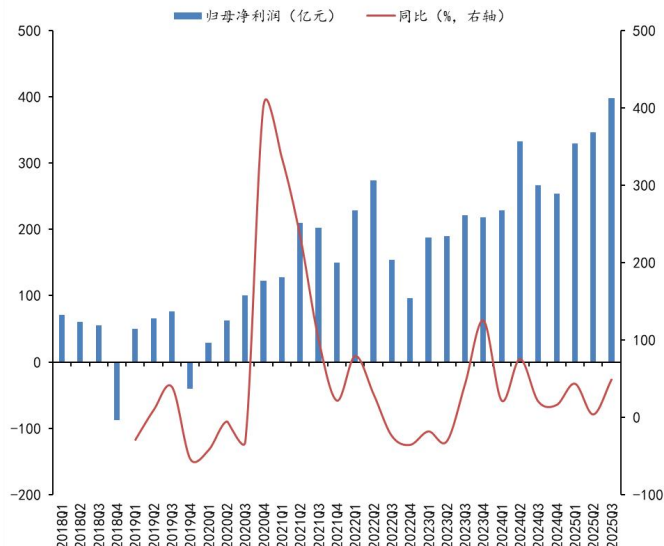
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 21：工业金属营收季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 22：工业金属归母净利润季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

分板块看，2025 年前三季度工业金属 3 个三级子行业均实现收入同比增长，铅锌增幅最大，达 13.14%，铝、铜分别增长 5.46%、4.69%。利润方面，铜板块归母净利润同比增长 46.18%，大幅提升，铅锌板块同比增长 30.8%，铝板块同比增长 11.03%。

表 3：工业金属三级子行业收入利润增速变化

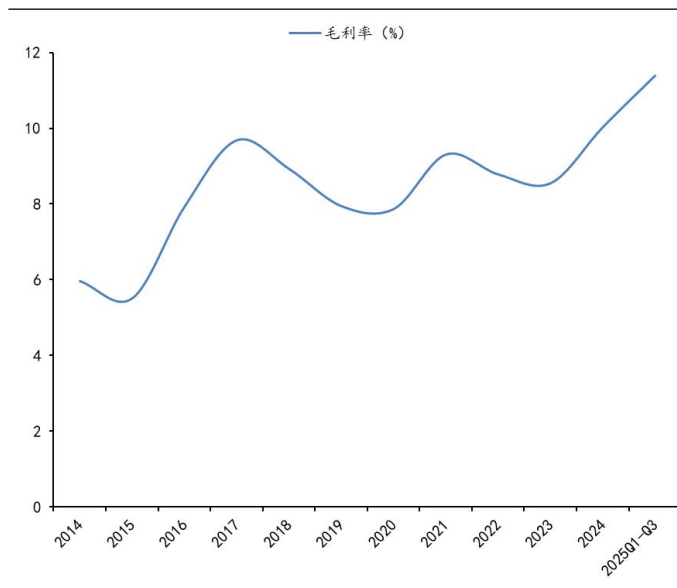
|    | 收入                |                    |           | 归母净利润             |                    |           |
|----|-------------------|--------------------|-----------|-------------------|--------------------|-----------|
|    | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) |
| 铜  | 13610.12          | 14248.82           | 4.69      | 472.07            | 690.05             | 46.18     |
| 铝  | 4868.44           | 5134.16            | 5.46      | 296.87            | 329.60             | 11.03     |
| 铅锌 | 1330.89           | 1505.79            | 13.14     | 59.75             | 78.16              | 30.80     |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 3.2 盈利水平变化

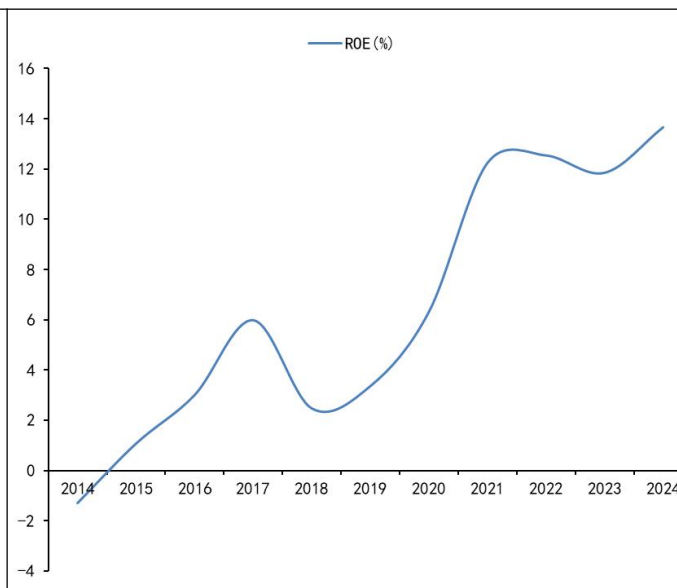
2025 年前三季度，工业金属板块毛利率 11.39%，同比提升 1.22pct，较 2024 年全年提升 1.36pct。前三季度工业金属板块 ROE 为 12.28%，同比提升 1.46pct，盈利改善确定性强。

图 23：工业金属板块毛利率变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 24：工业金属板块 ROE 变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 4：工业金属板块重点公司营收利、利润情况

| 代码        | 简称   | 营业收入              |                    |           | 归母净利润             |                    |           |
|-----------|------|-------------------|--------------------|-----------|-------------------|--------------------|-----------|
|           |      | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) |
| 000426.SZ | 兴业银锡 | 33.0              | 41.0               | 24.4      | 13.0              | 13.6               | 4.9       |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 1063.1            | 1218.9             | 14.7      | 27.3              | 17.7               | -35.1     |
| 000737.SZ | 北方铜业 | 181.8             | 199.7              | 9.9       | 5.5               | 6.9                | 26.1      |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 391.9             | 440.7              | 12.5      | 38.2              | 44.0               | 15.1      |
| 000878.SZ | 云南铜业 | 1290.6            | 1377.4             | 6.7       | 15.2              | 15.5               | 1.9       |
| 002203.SZ | 海亮股份 | 680.0             | 649.3              | -4.5      | 8.8               | 9.2                | 5.2       |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 208.0             | 223.2              | 7.3       | 30.8              | 33.4               | 8.3       |
| 600219.SH | 南山铝业 | 242.3             | 263.3              | 8.7       | 34.9              | 37.7               | 8.1       |
| 600362.SH | 江西铜业 | 3963.7            | 3960.5             | -0.1      | 49.8              | 60.2               | 20.8      |
| 600961.SH | 林冶集团 | 143.9             | 160.5              | 11.5      | 5.8               | 8.6                | 47.5      |
| 601168.SH | 西部矿业 | 367.3             | 484.4              | 31.9      | 27.3              | 29.5               | 7.8       |
| 601600.SH | 中国铝业 | 1737.8            | 1765.2             | 1.6       | 90.2              | 108.7              | 20.6      |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 2304.0            | 2542.0             | 10.3      | 243.6             | 378.6              | 55.4      |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 1547.5            | 1454.9             | -6.0      | 82.7              | 142.8              | 72.6      |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 4 能源金属：板块或已筑底，反弹可期

### 4.1 收入利润变化

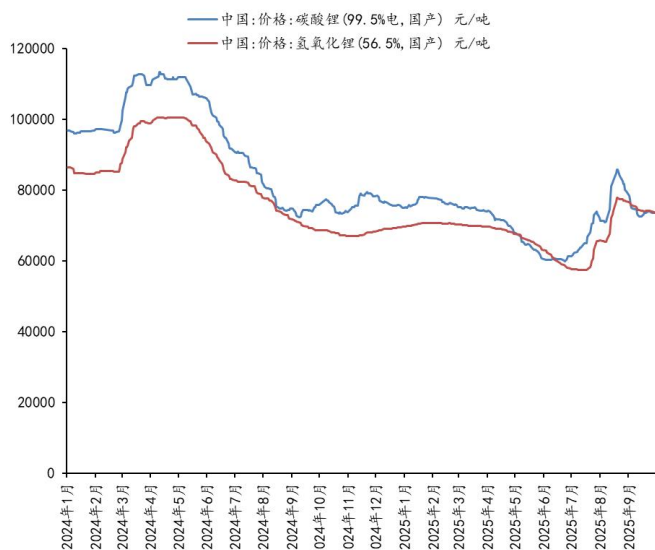
2025 年前三季度，国产碳酸锂（电池级，纯度 99.5%）和氢氧化锂（纯度 56.5%）均价分别为 71339.89 元/吨、67844.81 元/吨，同比 2024 年前三季度分别下降 25.17%、21.47%。从趋势来看，2025 年上半年碳酸锂和氢氧化锂价格下降速度有所放缓、降幅收窄，第三季度出现反弹，拐点可能逐步确认。前三季度金属钴均价 226241.76 元/吨，同比增长 6.78%，从趋势来看，上半年均价仍同比下降主因 2024 年上半年钴价仍处于高位，且 2024 年下半年至 2025 年一季度钴价下滑幅度较大，9 月份，钴价大幅度反弹，带动前三季度均价同比增长。

2025 年前三季度，能源金属板块全部上市公司实现营业收入 1297.95

亿元，同比增长 13.15%，实现归母净利润 97.68 亿元，同比增长 385.53%，实现扭亏并显著改善。

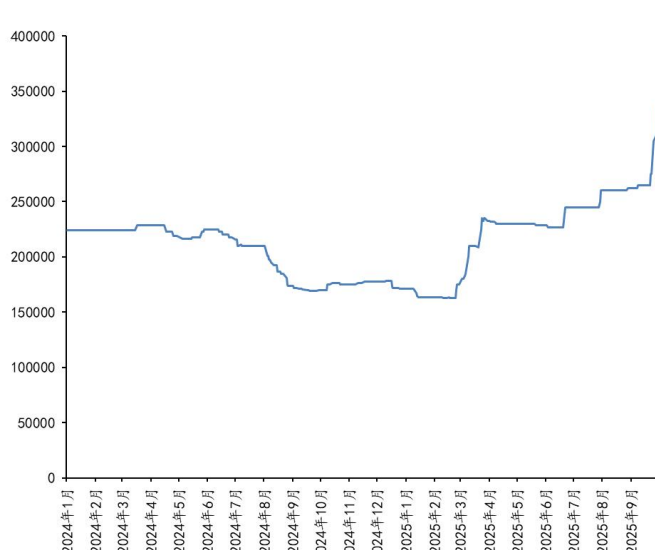
分季度来看，能源金属板块 2025 年第三季度收入为 485.53 亿元，同比增长 27.05%，2025Q3 环比 2025Q2 增长 10.65%；板块第三季度归母净利润为 44.63 亿元，同比大幅增长 84.19%，2025Q3 环比 2025Q2 增长 46.93%，板块周期底部反转确定性进一步增强。

图 25：锂价变动情况（元/吨）



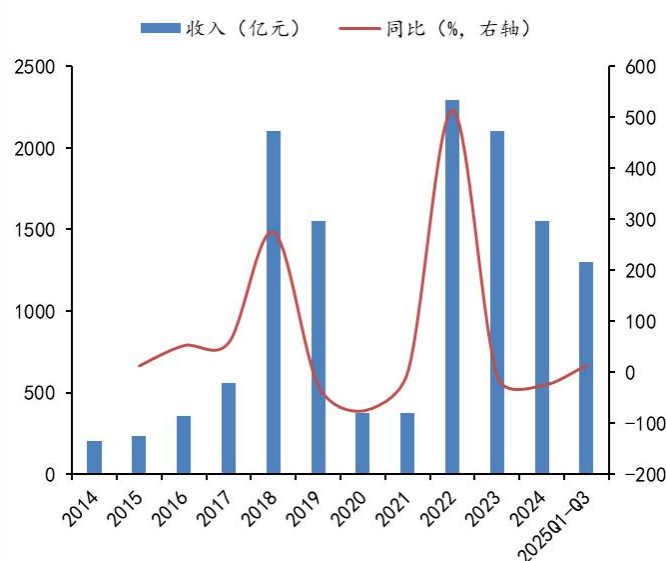
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 26：钴价变动情况（元/吨）



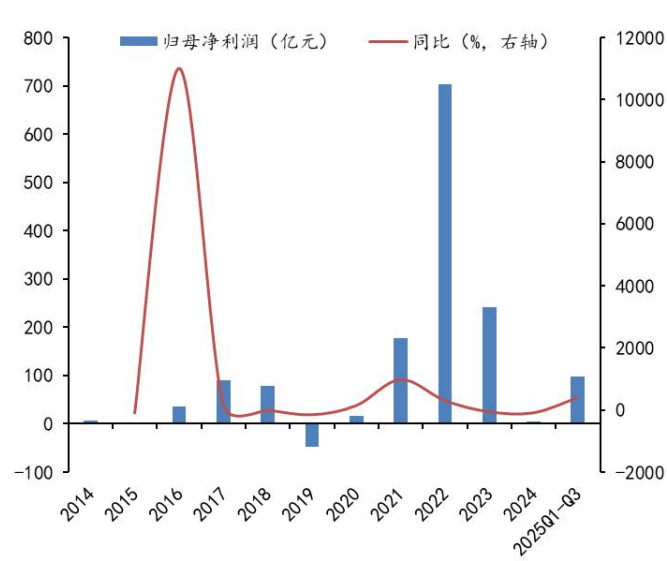
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 27：能源金属营收变化



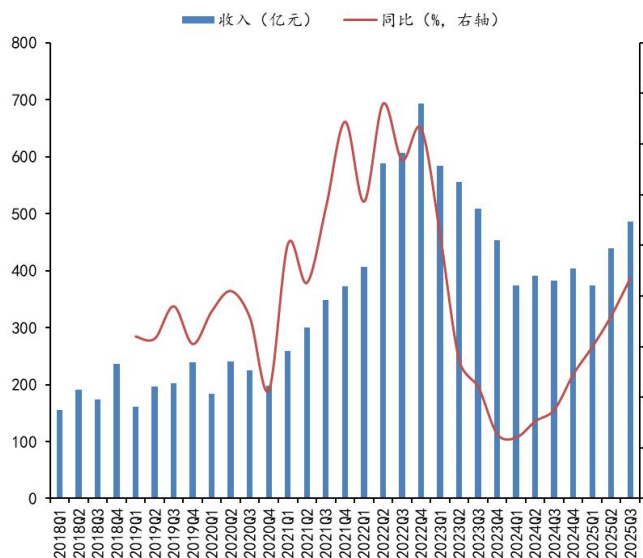
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 28：能源金属归母净利润变化



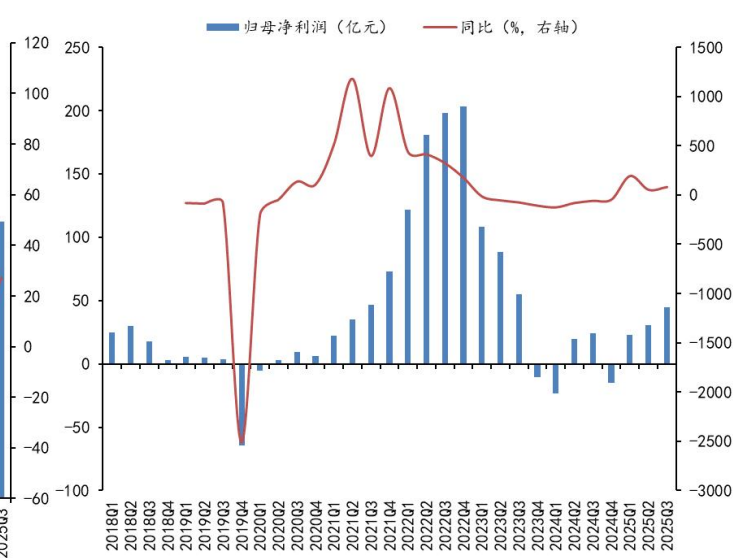
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 29：能源金属营收季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 30：能源金属归母净利润季度变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 5：能源金属三级子行业收入、利润增速变化

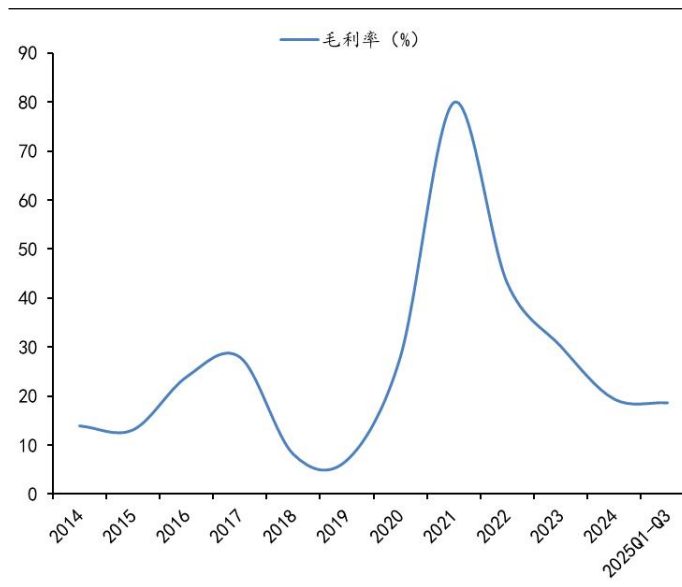
|   | 收入                |                    |           | 归母净利润             |                    |           |
|---|-------------------|--------------------|-----------|-------------------|--------------------|-----------|
|   | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) |
| 钴 | 722.2             | 912.8              | 26.4      | 55.1              | 69.1               | 25.5      |
| 锂 | 417.7             | 377.1              | -9.7      | -35.8             | 27.1               | 175.7     |
| 镍 | 7.3               | 8.1                | 10.8      | 0.9               | 1.5                | 78.2      |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 4.2 盈利水平变化

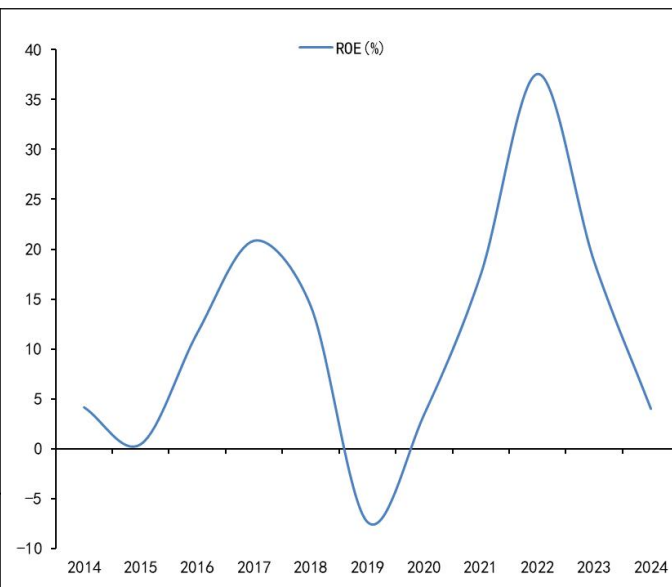
2025 年前三季度，能源金属板块毛利率 18.55%，同比下降 1.6pct，相较 2024 年全年下降 0.79pct，显示毛利率降幅度收窄；板块 ROE 为 5.21%，同比提升 0.87pct。从两个指标变化趋势来看，板块盈利能力正在筑底中，有望逐步完成反弹。

图 31：能源金属板块利润率变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 32：能源金属板块 ROE 变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 6：能源金属板块重点公司 2025 年前三季度营收、利润情况

| 代码        | 简称   | 营业收入              |                    |           | 归母净利润             |                    |           |
|-----------|------|-------------------|--------------------|-----------|-------------------|--------------------|-----------|
|           |      | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 2024Q1-Q3<br>(亿元) | 2025 Q1-Q3<br>(亿元) | 同比<br>(%) |
| 000408.SZ | 藏格矿业 | 23.2364           | 24.0               | 3.3       | 18.7              | 27.5               | 47.3      |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 139.2519          | 146.2              | 5.0       | -6.4              | 0.3                | 104.0     |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 100.6474          | 74.0               | -26.5     | -57.0             | 1.8                | 103.2     |
| 600711.SH | 盛屯矿业 | 176.5786          | 217.2              | 23.0      | 17.0              | 17.0               | -0.1      |
| 603799.SH | 华友钴业 | 454.8819          | 589.4              | 29.6      | 30.2              | 42.2               | 39.6      |
| 605376.SH | 博迁新材 | 7.2692            | 8.1                | 10.8      | 0.9               | 1.5                | 78.2      |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 5 投资建议

尽管 12 月降息仍存在不确定性，但中期看宏观宽松预期确定性较强，将为有色金属价格提供较好支撑，黄金等贵金属直接受益。工业金属方面，铜的供给扰动或成为常态，价格支撑较强。能源金属三季度价格反弹后，行业公司业绩有望逐步回暖。建议关注：紫金矿业（601899.SH）、中金黄金（600489.SH）、山东黄金（600547.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、西部矿业（601168.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、海亮股份（002203.SZ）、藏格矿业（000408.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、华友钴业（603799.SH）。

## 6 风险提示

**主要经济体关税不确定性。**美国与主要贸易伙伴达成贸易协定，关税政策的不确定性及相关经济冲击将大幅减弱，黄金面临回调风险。

**美联储降息节奏存不确定性。**美联储目前主要根据经济增长前景和通胀水平决定降息节奏，因此降息存在不确定性。

**宏观经济复苏不及预期。**我国财政政策、货币政策对宏观经济的刺激作用仍待验证，可能不及预期。

**地缘政治风险。**大国竞争及地区军事冲突均有可能影响金属价格。

**数据引用风险。**本报告引用大量第三方数据及公开资料，可能存在错漏或更新不及时的情况。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

| 投资建议的评级标准                                                                                                    | 类别   | 评级 | 说明                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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的 6-12 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                              |      | 增持 | 股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间 |
|                                                                                                              |      | 中性 | 股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间 |
|                                                                                                              |      | 减持 | 股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间 |
|                                                                                                              |      | 卖出 | 股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上     |
|                                                                                                              | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数          |
|                                                                                                              |      | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数          |
|                                                                                                              |      | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数          |

免责声明：

华龙证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

| 北京                                               | 兰州                                                           | 上海                                     | 深圳                                        |
|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------|
| 地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层<br>邮编：100033 | 地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼<br>邮编：730030<br>电话：0931-4635761 | 地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼<br>邮编：200000 | 地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层<br>邮编：518046 |