

证券研究报告

2026年05月22日

行业报告：行业深度研究

金属与材料

25&26Q1总结：能源金属业绩弹性释放，贵金属&工业金属盈利改善显著

作者：

分析师 刘奕町 SAC执业证书编号：S1110523050001

分析师 曾先毅 SAC执业证书编号：S1110524060002

分析师 胡十尹 SAC执业证书编号：S1110525010002

联系人 吴亚宁



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

- 25-26Q1有色金属板块整体情况：有色各板块强势上行，领涨申万一级行业。**指数表现方面，25年全年有色板块涨幅达94.7%，位列申万一级行业首位，主要系全球降息与复苏预期升温，以及新能源、电网建设和AI需求扩张共同推动基础金属与能源金属价格中枢明显上移。26Q1有色板块继续上涨3.7%，板块内部表现有所分化，其中贵金属及小金属表现较强，主要受全球央行购金、地缘局势反复及部分品种供应偏紧支撑，而基本金属及金属新材料阶段性承压。
- 贵金属：宏观避险逻辑强化，贵金属板块盈利持续兑现。**贵金属板块整体情况：2025年贵金属行业实现营业总收入4038.70亿元，同比+38.51%，实现归母净利润194.41亿元，同比+57.99%。26Q1贵金属行业实现营收1283.93亿元，同比+53.15%，环比+22.84%，实现归母净利润81.62亿元，同比+109.39%，环比+75.25%，板块盈利同比及环比均大幅增长。价格方面，2025年黄金均价为3447.81美元/盎司，同比+44.26%，26Q1 COMEX黄金均价同比+63.31%，主要系全球央行持续购金、地缘避险情绪升温，以及美国经济与通胀表现偏强推动市场交易二次通胀预期，共同带动金价中枢持续抬升。白银方面，2025年白银均价同比+41.91%，26Q1白银均价同比大幅+157.16%，整体呈宽幅震荡上行走势。
- 基本金属：26Q1铜铝价格震荡上行，企业业绩全面提升。**基本金属板块25年全年实现归母净利润1601.77亿元，同比+48.26%；26Q1实现归母净利润667.27亿元，同比+102.81%，环比+32.40%**1）铜：**26Q1铜价整体偏强震荡，主要受地缘局势、美国关税政策及通胀预期反复扰动影响，矿端供应偏紧格局延续，铜精矿加工费持续下滑，而电网投资、新能源车及风光装机维持较强需求，对铜价形成支撑。**2）铝：**供给端国内运行产能已接近产能天花板，下游加工企业3月后逐步复产，汽车需求维持高景气，对铝消费形成支撑，但光伏需求边际有所转弱，同时社会库存明显累积，对现货价格形成一定压制。**小金属：供需偏紧支撑板块高景气，龙头企业盈利显著修复。**2025年小金属板块实现营收3005.09亿元，同比-26.42%，实现归母净利润167.36亿元，同比-15.76%；26Q1实现营收922.63亿元，同比+43.38%，环比+13.44%，实现归母净利润78.78亿元，同比+116.36%，环比+79.27%，板块盈利同比及环比均明显改善。**锡方面，**26Q1缅甸复产缓慢、印尼出口收紧叠加海外矿价扰动，全球锡供给持续偏紧，锡板块电子行业需求边际修复，带动锡价整体维持高位。**钨方面，**供给收缩、海外战略储备需求升温及行业长单挺价共同推动钨价大幅上涨，但3月后矿山复产及高价抑制需求导致市场转入博弈阶段。**锑方面，**矿山复工偏慢、原料供应紧张及进口矿受限推动锑价维持高位震荡，长期供给偏紧格局仍存。**钼方面，**下游钢厂需求释放叠加市场看涨情绪升温，钼价整体震荡上行。**镁方面，**供需分化带动镁价先抑后升，行业逐步进入规范化发展阶段。
- 能源金属：基本面反转，价格弹性进一步打开。****锂方面，**26Q1碳酸锂/氢氧化锂均价分别为15.71/14.98万元/吨，同比+107.2%/+111.9%，环比+74.8%/+85.1%，供给端扰动持续叠加需求维持高景气，锂价中枢抬升并带动行业盈利修复。**钴方面，**刚果（金）政策导致供给持续收紧，产业链库存逐步减少，叠加印尼后续扰动，钴价维持高位，盈利修复趋势明确。**镍方面，**受印尼矿端政策及原料成本抬升影响，26年以来镍价整体偏强震荡，但不锈钢及新能源需求增速偏弱（来源：百川盈孚），对价格形成一定制约。
- 稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期已来。**25年稀土永磁板块实现营收1111.7亿元，同比+12.6%，实现归母净利润61.74亿元，同比+150%；26Q1实现营收286.61亿元，同比+18.6%，环比-8.2%，实现归母净利润22.31亿元，同比+60%，环比+89.7%。稀土价格企稳回升，26Q1稀土及磁材板块归母净利润环比大幅改善，行业景气度向上明显。价格方面，26Q1氧化镨钕、氧化镱、氧化铽平均价格分别为74.7、144.78、624.7万元/吨，同比+73.89%/-14.03%/+0.8%，氧化镨钕价格表现较强。稀土上游加速整合，海外矿供应不确定性加剧，加之反制管控，整体供需持续趋紧，稀土价格有望进入长周期上行通道。从长期来看，人形机器人等新兴领域需求空间广阔，磁材企业估值持续提升。
- 金属新材料：AI产业趋势加速，26年上游材料有望受益。**25年金属新材料板块实现归母净利润49.1亿元，同比+0.8%；26Q1实现归母净利润13.6亿元，同比-1.3%，环比+368.6%。26Q1板块受上游金属价格上涨带动，毛利率及净利率环比明显改善，盈利能力有所修复，后续关注电子链、AI算力及机器人等细分方向需求复苏带来的利润弹性。
- 风险提示：全球经济衰退的系统性风险，需求不及预期的风险，上游供给大增的风险。**报告中提及的标的仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。

目录

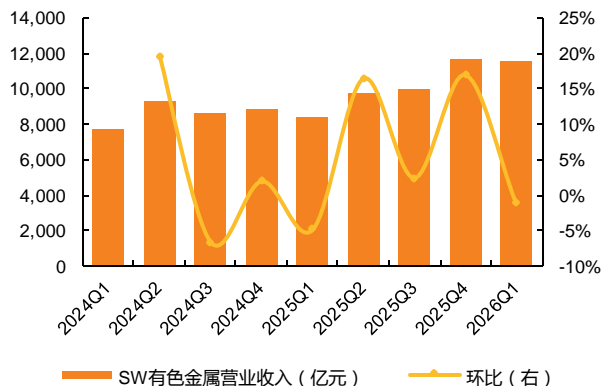
- 01 有色25&26Q1总结：25年有色领涨申万一级行业，板块维持高景气
- 02 贵金属：宏观避险逻辑强化，贵金属板块盈利持续兑现
- 03 基本金属：26Q1铜铝价格震荡上行，企业业绩全面提升
- 04 小金属：供需偏紧支撑板块高景气，龙头企业盈利显著修复
- 05 能源金属：基本面反转，价格弹性进一步打开
- 06 稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期已来
- 07 金属新材料：AI产业趋势加速，26年上游材料有望受益
- 08 风险提示

有色25&26Q1总结：25年有色领涨申万一级行业，板块维持高景气

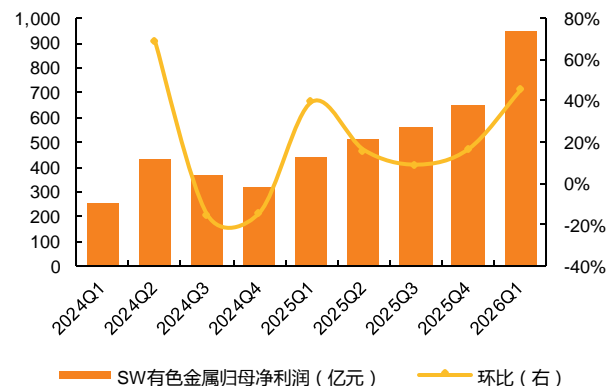
有色金属：25&26Q1盈利大幅增长，板块维持高景气

- 板块整体表现：25&26Q1盈利同环比大幅增长。**25年有色金属板块实现营收4.01万亿元，同比+16.1%；实现归母净利润2177.9亿元，同比+58.1%。26Q1有色金属板块实现营收11,587.80亿元，同比+37.8%，环比-1.1%；实现归母净利润949.84亿元，同比+115.4%，环比+45.5%。26Q1有色板块盈利同环比均实现大幅增长，贵金属、小金属、能源金属、金属新材料板块表现优异，白银和铝板块出现环比小幅下跌。
- 后市展望：**海外方面，中东战争局势扰动反复，边际不确定性逐步收敛；宏观方面降息预期扰动，短期或阶段性承压；AI产业链需求持续扩张，且全球资源民族主义盛行下，供给脆弱性凸显。国内方面，电网投资及新能源需求维持高增，中国宏观与产业政策协同发力。随着后续风偏修复，预计有色金属价格仍有一定支撑，权益板块EPS与景气度有望持续上行，看好有色板块修复机会。

图：26Q1有色金属板块营收环比-1.1%



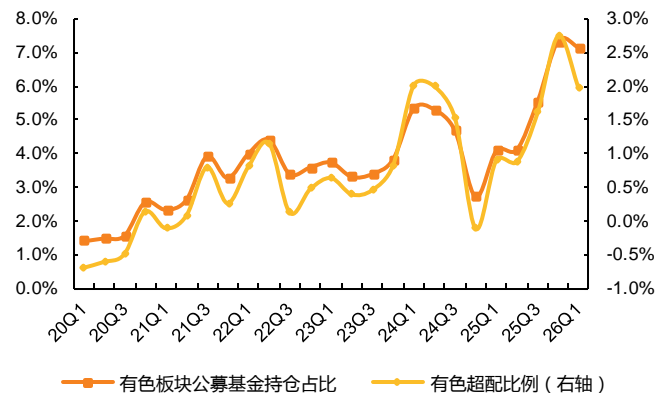
图：26Q1有色金属板块归母净利润环比+45.5%



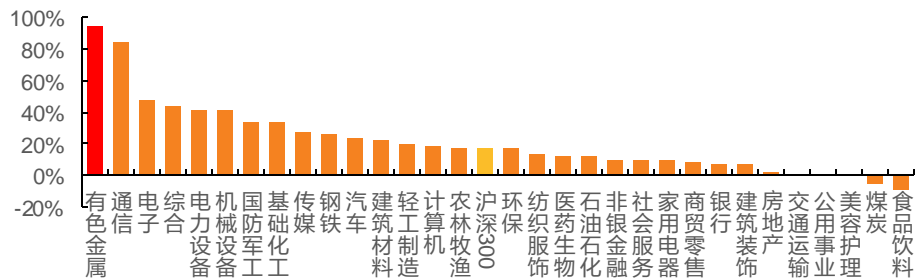
有色金属：25年板块整体涨幅94.7%，位列申万一级行业首位

- 指数表现：**25年有色涨幅位列申万一级行业首位，全年有色板块涨幅为94.7%，我们认为主要系全球降息与复苏背景下有色板块价值显现，新能源、电网建设及AI等维持高景气，需求持续性与供给脆弱性凸显。26Q1有色板块涨幅为3.7%，我们认为主要系中东局势扰动以及美联储鹰派表态，推动避险需求提升、流动性收紧与压制风险偏好。
- 公募持仓：**24Q4为有色持仓低点，25年以来有色持仓比例持续大幅提升。26Q1有色公募持仓比例回落至7.1%，处于历史相对高位，环比-0.2pct，同比+3.0pct；超配比例为2.0%，环比-0.8pct，同比+1.1pct。细分板块来看，贵金属和小金属板块持仓环比大幅提升，工业金属板块环比有所回落。

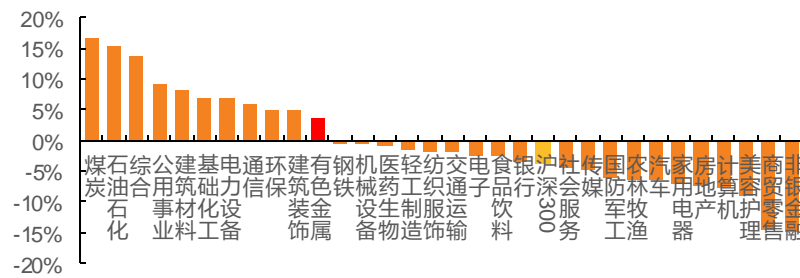
图：25年以来有色金属持仓&超配比例环比大幅上升



图：25年有色金属板块整体涨幅为+94.7%



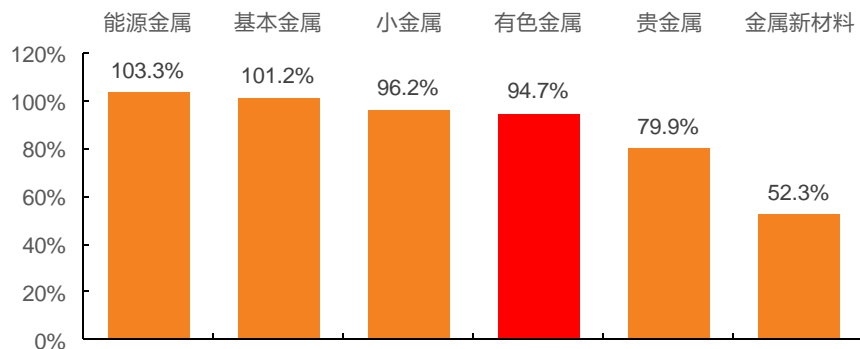
图：26Q1有色金属板块整体涨幅为+3.7%



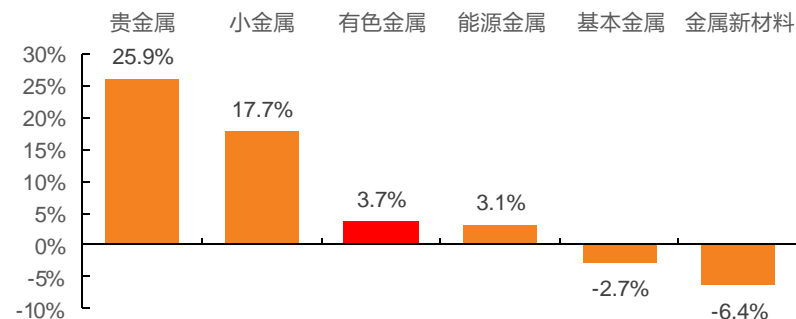
有色金属：26Q1有色表现分化，贵金属及小金属板块领涨

- 细分板块表现：**25年有色板块普涨，能源金属和基本金属表现占优，金属新材料表现相对较弱。26Q1表现分化，贵金属及小金属领涨，基本金属及金属新材料小幅回调。
- 资源端：**26Q1贵金属和小金属延续上涨，涨幅分别为25.9%和17.7%；能源金属涨幅为3.1%，基本金属表现较弱。一方面26Q1前期全球央行购金及地缘避险情绪走高；26Q1后期美国经济与通胀表现偏强，中东局势加剧通胀担忧，美联储释放鹰派信号，降息预期降温、美元走强，贵金属大涨后有所回调。另一方面小金属供应偏紧支撑板块高景气。基本金属板块有所回调，我们认为主要系美联储降息预期降温下美元走强以及复苏预期推迟，同时国内春节后复工慢、需求偏弱下库存回升。
- 材料端：**26Q1金属新材料板块回调6.4%。板块整体盈利能力大幅提升，归母净利润环比上涨368.6%，股价表现相对较弱。

图：25年有色金属细分板块全面上涨



图：26Q1有色金属细分板块贵金属及小金属领涨

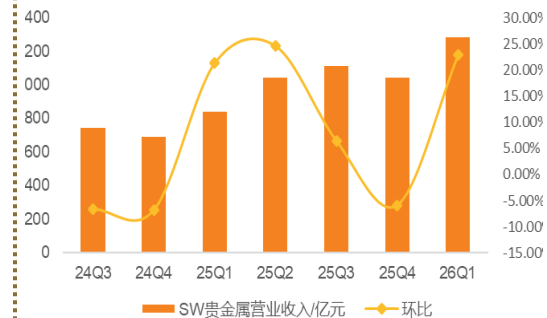


贵金属：宏观避险逻辑强化，贵金属板块盈利持续兑现

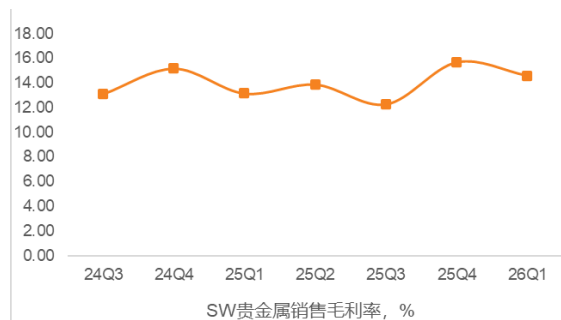
贵金属板块：营收和净利同比大幅跃升

- 营业收入：**2025年贵金属板块实现营业总收入4038.70亿元，同比+38.51%。26Q1实现营收1283.93亿元，同比+53.15%，环比+22.84%。
- 归母净利润：**2025年贵金属板块实现归母净利润194.41亿元，同比+57.99%。26Q1实现归母净利润81.62亿元，同比+109.39%，环比+75.25%。
- 营业收入与归母净利润环比均实现增长。
- 毛利率：**2025年销售毛利率13.72%，同比+0.77pct。26Q1销售毛利率14.56%，同比+1.44pct，环比-1.08pct。
- 净利率：**2025年销售净利率5.76%，同比+0.58pct。26Q1销售净利率7.79%，同比+2.08pct，环比+2.52pct。
- 贵金属净利率和贵金属毛利率水平同比实现增长。

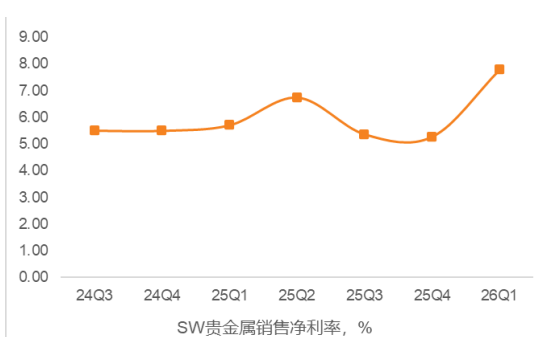
26Q1贵金属板块营收环比+22.84%



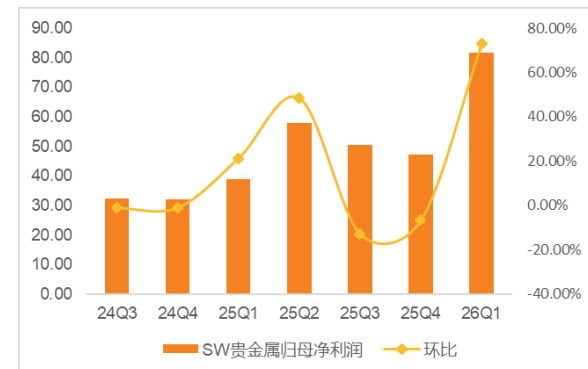
26Q1贵金属销售毛利率环比-1.08pct



26Q1贵金属销售净利率环比+2.52pct



26Q1贵金属板块归母净利润环比+75.25%



贵金属企业：头部金企业绩全线走强

- **1) 山东黄金：**25年公司实现营收1042.87亿元，yoy+26.38%，归母净利润47.39亿元，yoy+60.57%。26Q1实现营收325.16亿元，环比+58.58%，同比+25.37%；归母净利润14.46亿元，环比+84.57%，同比+40.87%；扣非归母净利润14.63亿元，环比+39.52%，同比+41.94%。
- **2) 山金国际：**25年公司实现营收170.99亿元，yoy+25.86%，归母净利润29.72亿元，yoy+36.75%。26Q1实现营收59.38亿元，环比+182.34%，同比+37.41%；归母净利润13.94亿元，环比+172.18%，同比+100.89%；扣非归母净利润14.51亿元，环比+147.69%，同比+106.13%。26Q1公司业绩上升，主要因为公司运营管理能力稳步提升，贸易业务量增加以及矿产品价格上涨。
- **3) 招金矿业：**25年公司实现营收115.51亿元，yoy+56.32%，归母净利润36.14亿元，yoy+149.10%。26Q1公司实现营收44.6亿元，同比+46.67%，归母净利润11.89亿元，同比+80.44%，Q1公司营收和归母净利润均实现同比大幅增长。
- **4) 中金黄金：**25年公司实现营收790.75亿元，yoy+20.62%，归母净利润49.34亿元，yoy+45.71%。26Q1实现营业收入225.88亿元，同比+52.01%，环比-10.00%；实现归属母公司股东净利润23.81亿元，同比+129.23%，环比+89.72%；实现扣非后归属于母公司股东净利润23.89亿元，同比+88.43%，环比+53.32%。26Q1公司业绩大幅增长，公司矿产金业务盈利能力持续提升，精益管理和降本增效不断深化，经营质量、资源保障能力和股东回报水平同步提升。
- **5) 赤峰黄金：**25年公司实现营收126.39亿元，yoy+40.03%，归母净利润30.82亿元，yoy+74.70%。26Q1实现营业收入35.54亿元，同比+47.65%，环比-11.02%；实现归属母公司股东净利润9.88亿元，同比+104.43%，环比-3.53%；实现扣非后归属于母公司股东净利润9.84亿元，同比+101.57%，环比-4.66%。

贵金属：金银同比大幅上升 季度宽幅波动

- 黄金：**2025黄金均价为3447.81美元/盎司，同比上涨44.26%。26Q1 期间 COMEX 黄金均价为4863.40美元/盎司，同比+69.58%，黄金价格整体上升，最高值达5318.40美元/盎司。26Q1 金价先强后弱、宽幅震荡。前期依托全球央行购金及地缘避险情绪走高；后期美国经济与通胀表现偏强，中东局势加剧通胀担忧，美联储释放鹰派信号，降息预期降温、美元走强，金价承压下行。
- 白银：**2025年白银均价为40.16美元/盎司，同比上涨41.91%。26Q1 期间白银均价同比+157.16%，环比+52.13%，白银价格整体上升，最高值达115.24美元/盎司。26Q1 银价宽幅震荡、先扬后抑再企稳。26年1 月受地缘冲突、通胀及工业需求提振强势走高；26年2-3 月美元走强、降息预期降温致回调，后随美伊谈判重启、冲突缓和预期回升，银价获支撑，整体呈波动上行态势。

图：金价和美元指数(左轴：美元/盎司)



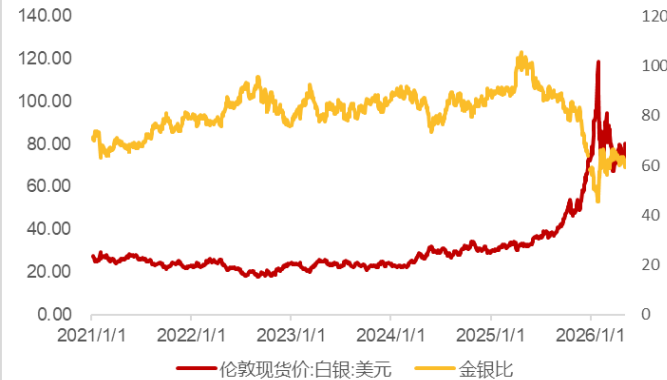
图：26Q1黄金高位震荡(美元/盎司)



图：26Q1白银震荡下行(美元/盎司)



图：银价和金银比(右轴：美元/盎司)

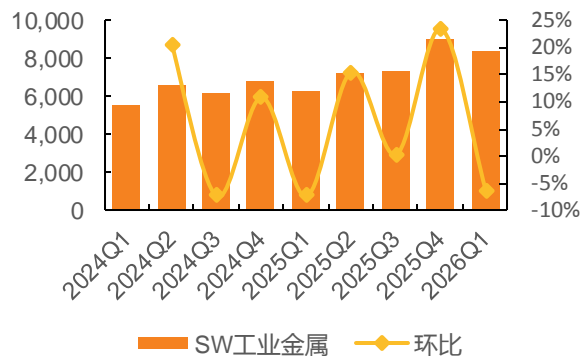


基本金属：26Q1铜铝价格震荡上行，企业业绩全面提升

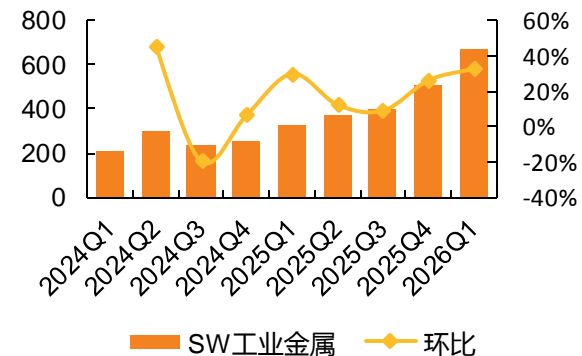
基本金属板块：归母净利润同比大幅增长，盈利能力进一步上升

- 营业收入：** 25年全年实现营收29890.25亿元，同比+12.57%。26Q1实现营收8428.22亿元，同比+33.66%，环比-6.34%。
- 归母净利润：** 25年全年实现归母净利润1601.77亿元，同比+48.26%。26Q1实现归母净利润667.27亿元，同比+102.81%，环比+32.40%。
- 26Q1营业收入与归母净利润同比实现大幅增长。
- 毛利率：** 25年全年销售毛利率12.75%，同比+2.71pct。26Q1销售毛利率15.82%，同比+4.56pct，环比-0.07pct。
- 净利率：** 25年全年销售净利率6.50%，同比+1.52pct。26Q1销售净利率9.66%，同比+3.36pct，环比+2.83pct。
- 26Q1毛利率与净利率较25年水平进一步上升。

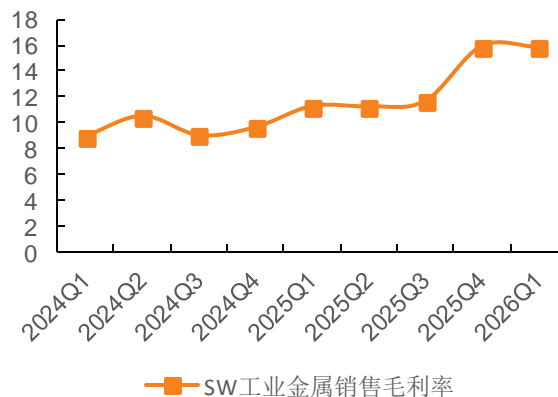
26Q1基本金属板块营收同比+33.66%
(左轴：亿元)



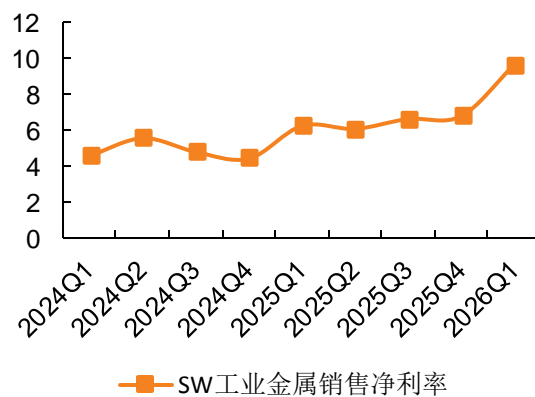
26Q1基本金属板块归母净利润同比+102.81%
(左轴：亿元)



26Q1基本金属销售毛利率环比-0.07pct
(单位：%)



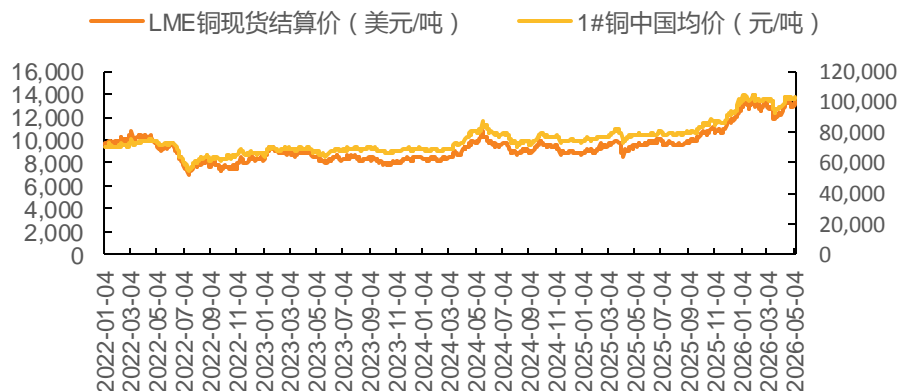
26Q1基本金属销售净利率环比+2.83pct
(单位：%)



铜：宏观情绪扰动，铜价偏强震荡

- 26Q1铜价复盘：Q1宏观环境扰动，铜价偏强震荡。**1月国内电解铜价格震荡区间环比缩紧，行情变动主要围绕国际局势动荡、市场避险情绪、美国关税变动展开博弈，整体呈现“W”形走势；2月受春节长假影响，国内电解铜价格波动区间不大；3月伊朗局势动荡不绝，市场担忧经济减速削弱工业金属需求，叠加通胀预期影响，国内铜价下滑明显。
- 均价情况：**25年全年LME铜现货均价9953.75美元/吨，国内1#铜均价80927.86元/吨，同比分别+8.81%/+7.95%。26年Q1LME铜现货结算价均价12844.45美元/吨，国内1#铜均价100572.78元/吨，同比25Q1均价+37.52%/+30.34%、环比25Q4均价+39.88%/+32.72%。
- 铜企表现：铜价上升带动下，企业普遍表现较好，归母净利润提升。**紫金矿业/洛阳钼业/金诚信26Q1分别实现营业收入984.98 / 664.03 / 34.14亿元，环比+3.81%/+8.50%/-13.81%，同比+24.79%/44.34%/+21.45%；实现归母净利润200.79/77.60/6.01亿元，环比+44.31%/+28.07%/+2.70%，同比+97.50%/+96.65%/+42.55%。紫金矿业铜、金、锂三大板块业务推进顺利，加纳阿基姆金矿、哈萨克斯坦瑞果多金矿、巨龙铜矿二期、3Q盐湖、拉果措、湘源锂矿等项目已投产并贡献增量，量价齐升带动公司业绩增长；洛阳钼业铜产量稳增，钴生产保持正常节奏，26年1月完成Aurizona金矿、RDM金矿、Bahia综合矿区100%权益的交割，进一步培厚公司资源储备，主产品销量抬升叠加价格上行，实现利润同比增长；金诚信受益于矿产资源产品（阴极铜、铜精矿、铁矿石）销量增加以及铜矿产品价格上涨，归母净利润同比上涨，公司控股子公司完成对CMH公司50%股权的收购，增加铜金属权益资源量18万吨，银金属权益资源量113吨，金金属权益资源量12吨。

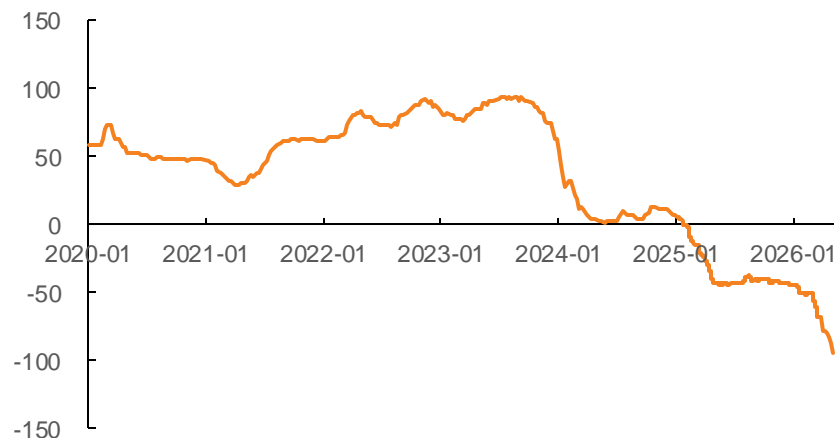
图：26Q1铜均价同比上升



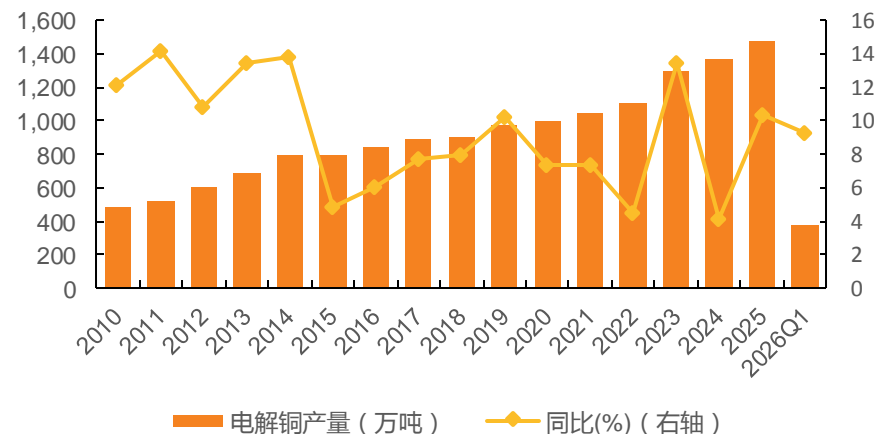
铜：冶炼厂维持高产，矿冶力量失衡

- 供给：1) 矿端：**矿端供应偏紧格局未变，未来全球铜精矿增量主要来自于已有的铜矿扩建项目，世界级铜矿新投产项目数量不仅有限，而且新投产项目难以带动铜精矿增量；世界范围内再难见大型的可供开发的铜矿项目。不过百川盈孚称，非洲地区因硫酸限制，将积极出口铜冷料，或可缓解国内原料紧张的问题。**2) 冶炼：**国内方面3月底开始冶炼厂检修情况开始增加，且北方地区陆续进入新的长单谈判周期，冶炼厂也有控量增库计划，因此短期来看，国产货源供应量仍将维持偏紧态势。国内现货TC由年初-44.96美元/吨降至3月27日-67.5美元/吨，截至5月8日已降至-93.9美元/吨。冶炼厂持续维持高产状态，25Q1国内电解铜产量378.5万吨，同比+9.30%，环比+5.29%。

26Q1现货TC持续走弱（美元/吨）



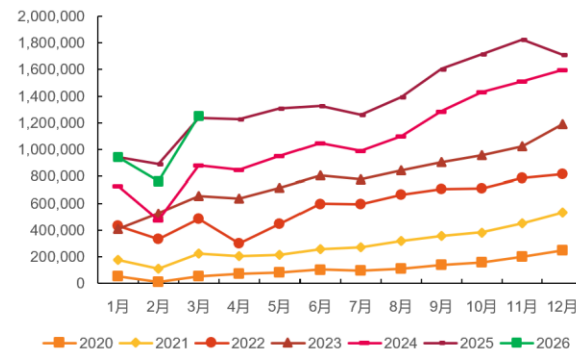
26Q1国内电解铜产量同比+9.30%



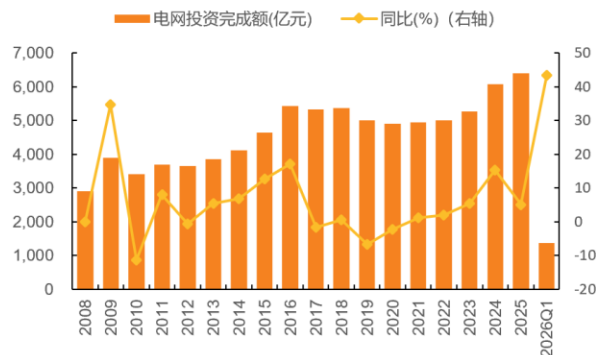
铜：电网投资维持高位，需求增长预期较好

- 需求：**传统需求中，电力是国内铜下游第一大应用领域，电网投资维持高位，对铜需求形成托底。今年国家电网基建投资额连续实现增长，26Q1同比+43.32%。家电方面空调高产量保障铜消费量，26Q1国内家用空调产量维持较高水平，同比-2.48%。此外，风光发电领域的高速增长以及新能源汽车产销保持景气区间，使得新兴领域的需求增量明显，26Q1国内风电新增装机量同比+7.87%。

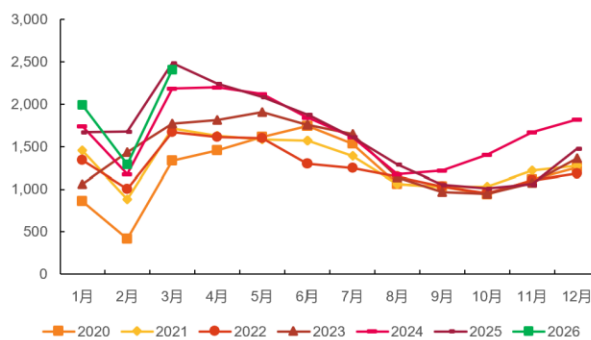
新能源汽车销量保持景气区间（辆）



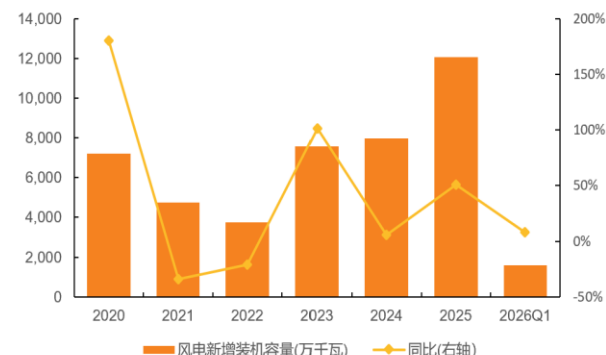
26Q1国家电网基建投资额同比增长43.32%



26Q1国内家用空调产量维持较高水平



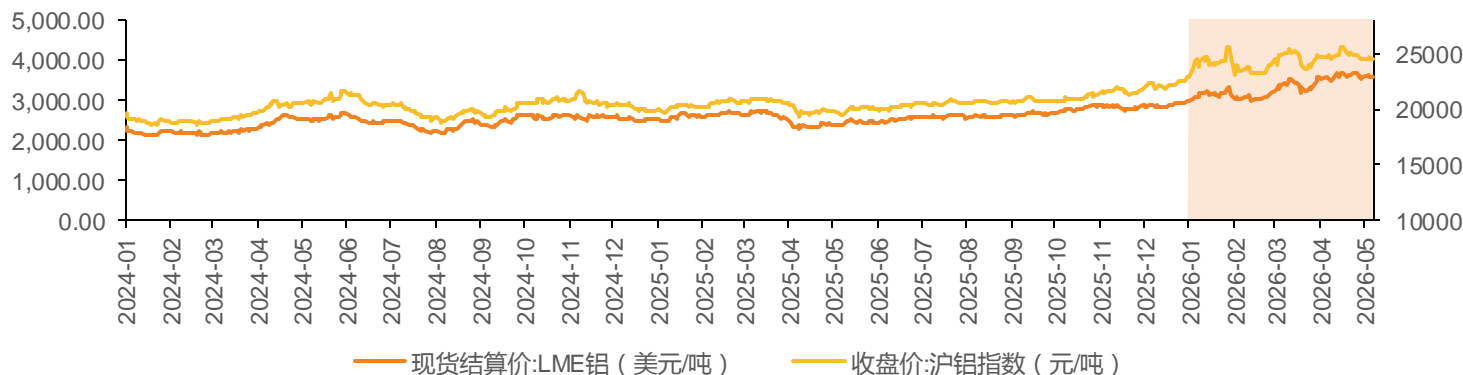
26Q1国内风电新增装机量同比+7.87%



铝：26Q1铝价震荡上行，铝企业绩全面爆发

- 26Q1铝价复盘：**美联储降息预期、地缘冲突及国内政策发力等因素推动Q1铝价上行。1月铝价强势大涨，2月高位回落震荡，3月再度冲高后有所回落。1-2月供给小幅增加，需求受春节影响偏弱。3月内蒙古新产能继续释放，电解铝开工稳步提升，下游加工企业全面复产，需求明显回暖。终端方面，25年汽车产销再创历史新高，26Q1销量短暂下滑，光伏支撑力度略有减弱。
- 均价情况：**25年LME铝现货结算价均价2631美元/吨，沪铝均价20693元/吨，同比+8.72%/+3.59%。26Q1 LME铝现货结算价均价3199美元/吨，沪铝均价24155元/吨。环比25Q4末分别+13.05%/+11.90%，同比25Q1末+21.78%/+17.80%。
- 铝企表现：**铝价大涨，铝企业绩全面大幅增长。中孚实业/神火股份/中国铝业/天山铝业/云铝股份26Q1分别实现营业收入66.40/124.09/584.94/84.44/163.83亿元，环比+3.17%/+21.23%/-9.47%/+17.6%/+2.58%，同比+32.23%/+28.83%/+4.86%/+6.55%/+13.68%；实现归母净利润8.21/22.90/55.27/22.19/36.00亿元，环比+91.01%/+344.04%/+26.76%/+50.15%/+117.32%，同比+256.61%/+223.28%/+56.24%/+109.70%/+269.45%。铝企营业收入和归母净利润普遍实现同比增长，但环比增幅较小，主要在于2025年第四季度基数已处历史高位。

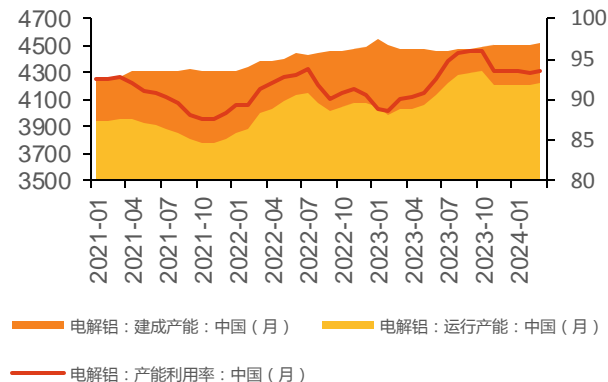
图：26Q1铝价震荡上行



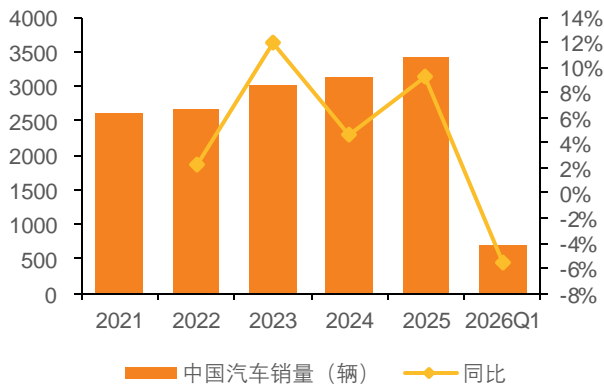
铝：供应端长期受限，需求端韧性较强

- 供给：**截止2026年3月底，国内电解铝建成产能4547万吨，运行产能达到4502万吨，产能利用率99.2%，已达国内规定产能天花板。
- 需求：**3月下游加工企业陆续复产，铝棒、铝板产量明显回升，需求逐步恢复。2025年全年汽车产销量再创历史新高，对铝消费形成有力支撑，一季度销量的下滑是因汽车置换升级需求已占据主导，而此类需求往往对宏观经济的敏感度，属于短期现象。光伏方面，市场预期2026年新增装机规模可能低于2025年，整体支撑力度弱于25Q1。
- 库存：**26Q1社会库存持续累库，从年初70.3万吨增至3月末139.7万吨，累库幅度较大。

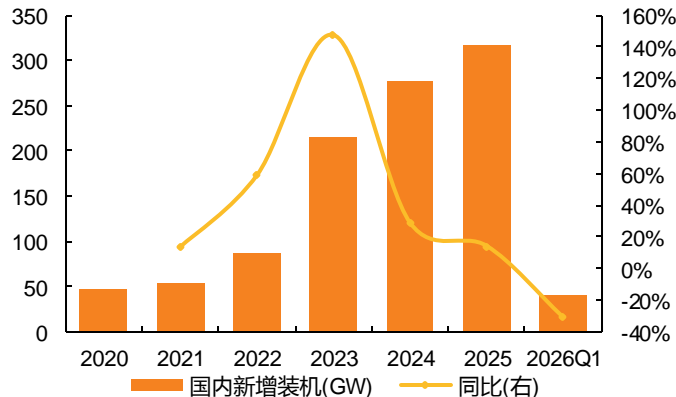
截至26Q1末国内电解铝运行产能约4502万吨



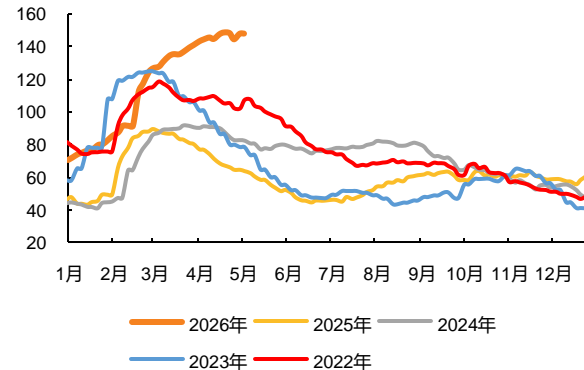
26Q1汽车销量短期下滑（万辆）



26Q1光伏装机量同比-30.7%（GW）



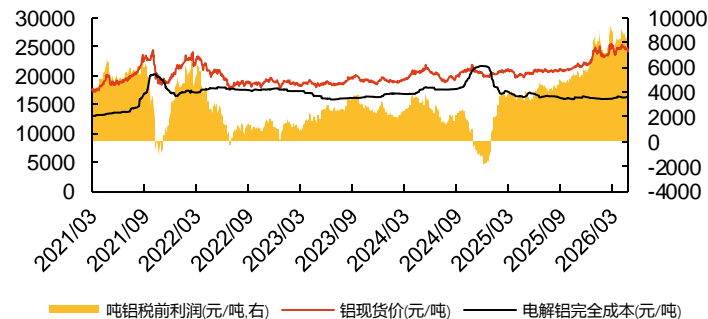
26Q1铝现货库存呈现累库（万吨）



铝：供应端长期受限，需求端韧性较强

- 吨铝盈利：**26Q1电解铝吨铝平均盈利为8055元/吨，电解铝价格大幅上行，氧化铝价格低位运行，预焙阳极价格有所上升，吨铝盈利大幅走扩。我们认为，在供需尚可支撑铝价的背景下，电解铝高吨铝盈利有望维持。

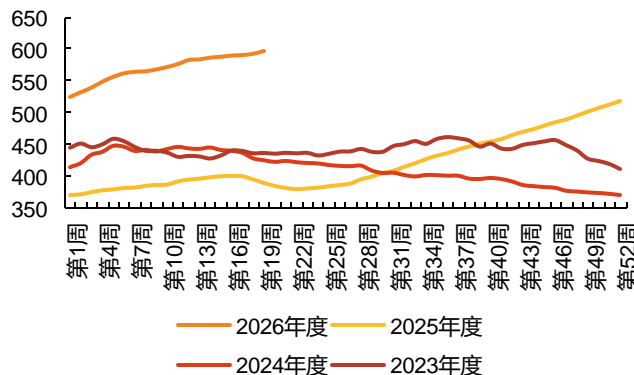
26Q1末国内电解铝吨铝盈利约8055元/吨



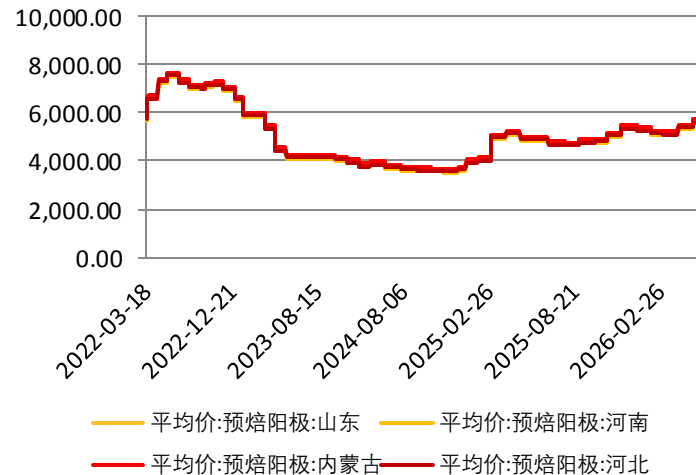
氧化铝价格26Q1低位运行 (万吨)



氧化铝库存 (万吨)



预焙阳极价格26Q1有所上升 (元/吨)

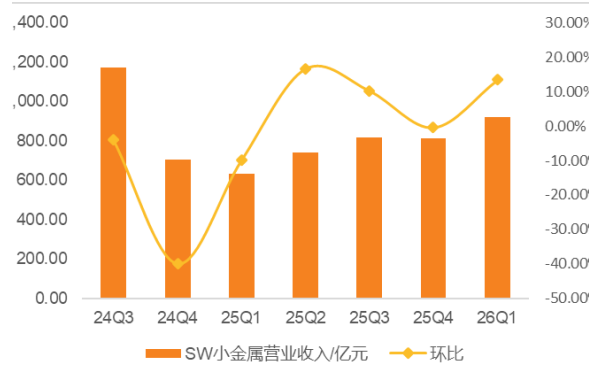


小金属：供需偏紧支撑板块高景气，龙头企业盈利显著修复

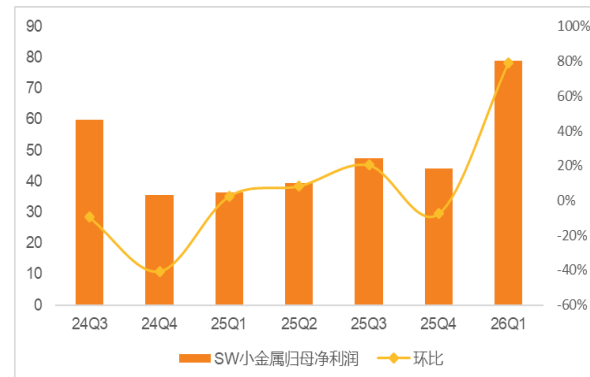
小金属板块：营收及归母同环比大幅回暖，净利率同环比提升

- 营业收入：**2025年实现营收3005.09亿元，同比-26.42%。26Q1实现营收922.63亿元，同比+43.38%，环比+13.44%。
- 归母净利润：**2025年实现归母净利润167.36亿元，同比-15.76%。26Q1实现归母净利润78.78亿元，同比+116.36%，环比+79.27%。
- 营业收入与归母净利润同比大幅上升。
- 毛利率：**2025年销售毛利率14.83%，同比+1.23pct。26Q1销售毛利率17.55%，同比+4.47pct，环比+0.50pct。
- 净利率：**2025年销售净利率6.72%，同比+0.97pct。26Q1销售净利率9.68%，同比+3.04pct，环比+3.40pct。
- 毛利率与净利率同环比均有所上升。

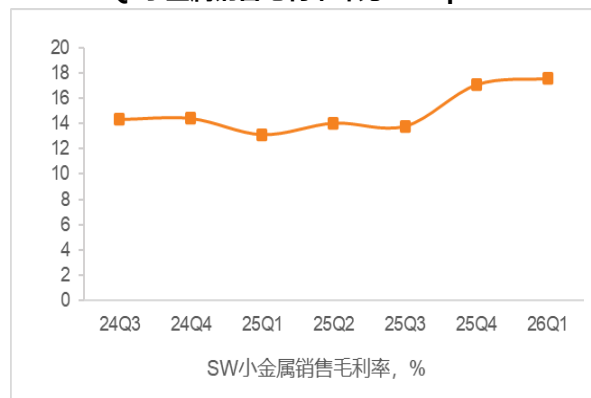
26Q1小金属板块营收环比+13.44%



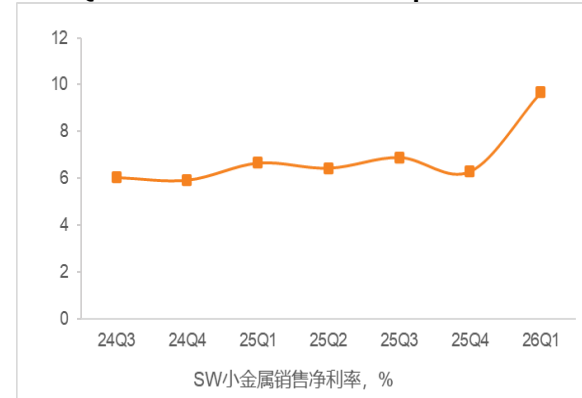
26Q1小金属板块归母净利润环比+79.27%



26Q1小金属销售毛利率环比+0.50pct



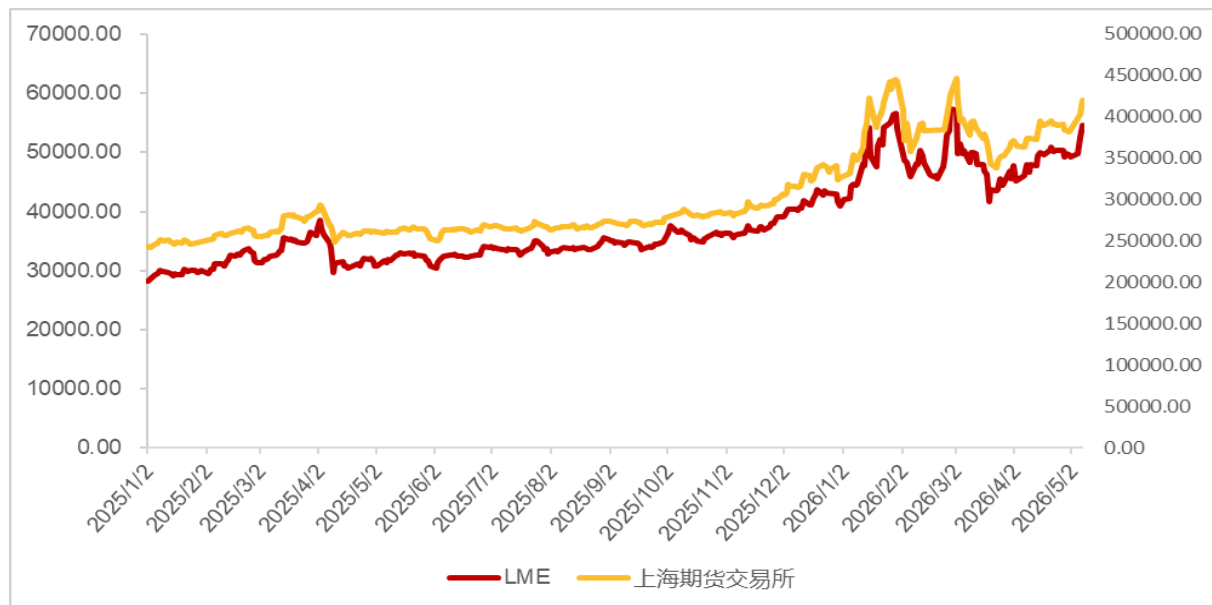
26Q1小金属销售净利率环比+3.40pct



锡：26Q1 锡价震荡板块盈利有望修复

- 26Q1锡价复盘：**26Q1伦锡收盘截至3月31日收于45610美元/吨，较上月同期下降20.57%。26年1月锡价震荡走高，主因缅甸锡矿复产缓慢、印尼出口配额收紧，叠加海外矿区生产扰动，全球锡供给偏紧。26年2月锡价宽幅震荡，美伊谈判破裂、军事冲突引发宏观波动，叠加缅甸锡矿供应偏紧、下游淡季需求弱。26年3月锡价呈现V型走势，月初地缘局势升温，引发国际市场担忧，锡价回调，月末地缘情绪缓和，叠加电子行业需求边际修复及能源成本抬升，锡价重回企稳反弹态势。
- 锡业股份：**公司26Q1实现营收155.52亿元，yoy+59.86%；归母净利8.68亿元，yoy+73.71%。我们预计全球锡市场将长期供需平衡、锡价中枢有望上移。

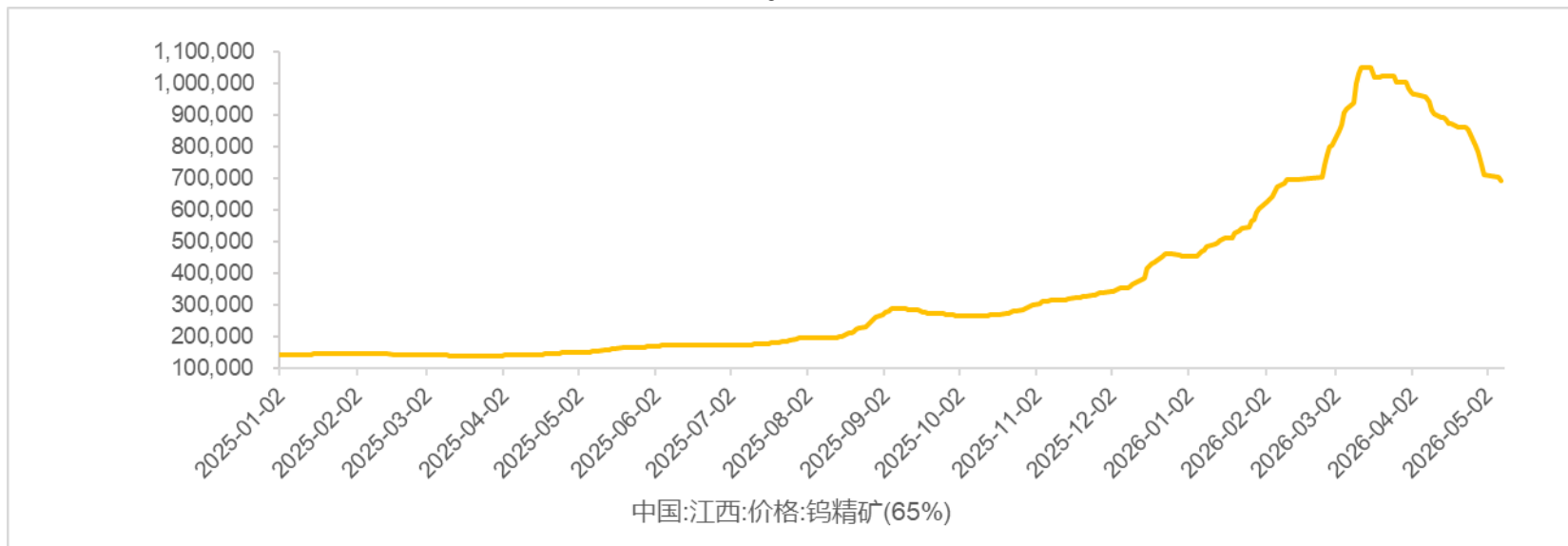
图：25-26Q1锡价复盘（左轴：上海期货交易所 单位：元/吨；右轴：LME 单位：美元/吨）



钨：钨价一季度翻倍上涨，龙头营收利润双增

- 26Q1钨价复盘：**26Q1钨价大幅上升。26Q1 钨精矿收于98.3万元/吨，较季初同比+116.28%。26年1月，钨价强势上涨，成本端的强势传导、供给端的收缩、海外战略储备需求升温以及行业大企业长单的挺价，共同构成了钨产业链价格上涨的核心驱动力。26年2月钨价加速冲高，春节将至，市场逐步进入休市状态，报价保持坚挺，下游企业多已完成节前备货，采购需求趋于清淡，市场成交活跃度下降。26年3月上半月钨市延续涨势，接连刷新历史高位。下半月行情转向，两会后矿山开工回升，供应紧张格局缓解；高价压制消费，市场交投转冷、流动性收紧。废料市场率先获利抛售，恐慌情绪向上游蔓延，供需博弈加剧，市场陷入僵持观望。
- 1) 中钨高新：**25年公司实现营收176.39亿元，yoy+19.34%，归母净利润12.81亿元，yoy+29.20%；26Q1实现营收70.07亿元，yoy+106.47%，归母净利润9.21亿元，yoy+264.44%。
- 2) 厦门钨业：**25年公司实现收入462.65亿元，yoy+30.79%；实现归母净利润23.09亿元,yoy+34.84%。2026年Q1公司实现收入157.43亿元，yoy+86.99%；归母净利润为11.07亿元，yoy+189.14%。

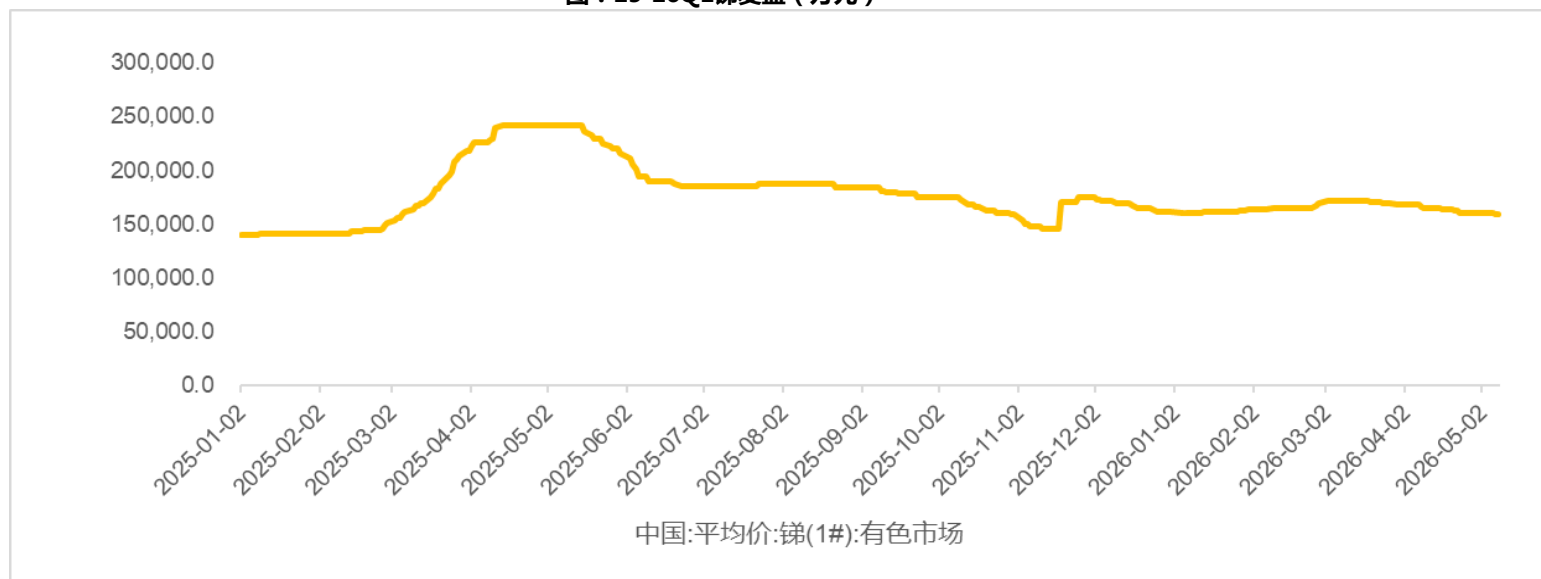
图：25-26Q1钨价复盘（元/吨）



铋：26Q1 供需格局偏紧，铋板块景气度抬升业绩向好

- 26Q1铋锭价格小幅上涨，收于16.79万元/吨，较季初上涨4.99%。**26年1月，国内铋锭价格低位震荡，稳中小涨，供应端整体仍处于相对紧张状态，多数冶炼厂反映低价原料采购困难，叠加前期高成本库存，共同为铋锭价格提供了底部支撑。长期来看，国家对进口矿质量的严格管控仍将对铋精矿进口总量形成制约。26年2月，国内铋锭价格持续上涨。矿山复工缓慢、部分冶炼厂检修周期延长，短期内现货补给能力有限，加剧了现货的稀缺性。26年3月铋价高位震荡，先涨后跌。地缘政治因素推升溴素价格快速上涨，对铋产品价格上行形成明显制约。随着北方气温回暖，部分矿山有望陆续复产，供应端存在边际增量预期，但短期内对市场冲击有限，终端需求疲软仍是制约铋价的核心因素。
- 湖南黄金：**公司26Q1实现营收188.30亿元，yoy+43.51%，归母净利润5.96亿元，同比+79.21%。

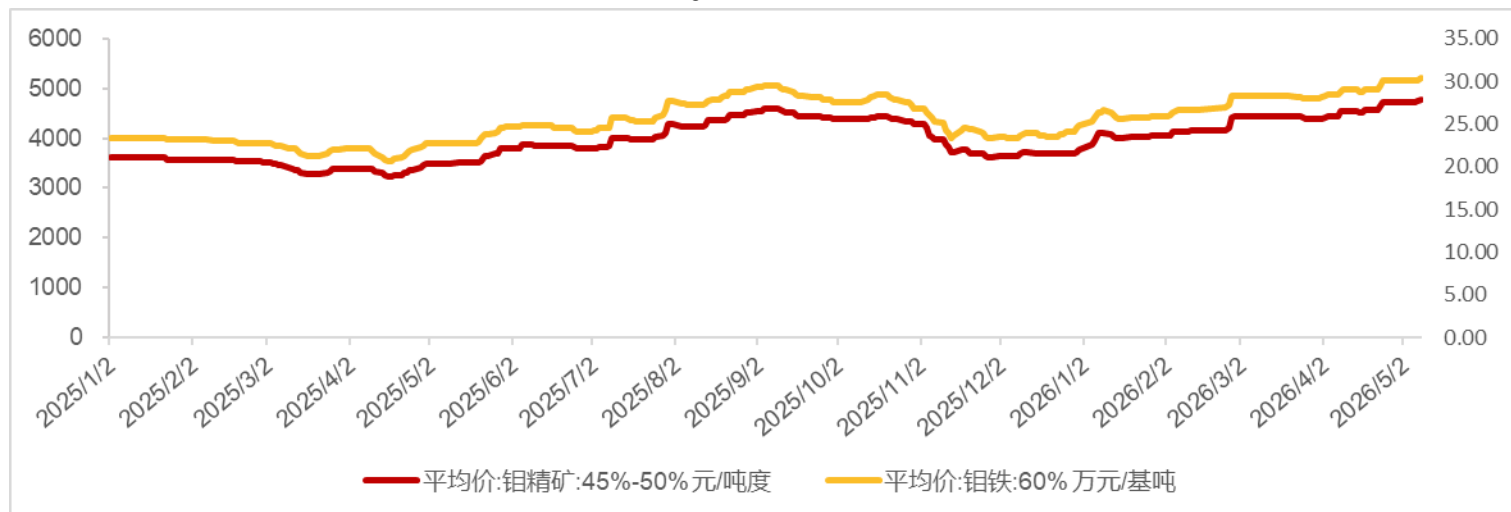
图：25-26Q1铋复盘（万元）



钼：26Q1钼价稳中上调，钼市行情胶着，钼企营收利润双双提升

- 26Q1钼价复盘：Q1钼价震荡上行，最终较季初上涨13.71%。**2025年一季度国内钼市整体呈现震荡上行局面。26年1月45-50%钼精矿价格维持在3865-4115元/吨度，市场整体波动空间不大，下游需求陆续释放，钢厂端持续进场采购，散货市场按需询盘补库居多，场内交投表现良好，持货商看涨情绪升温而多捂货等待。26年2月份钼价加速冲高，国内钼市春节前假期氛围浓厚，而国际市场在持续多日快速大涨后进入盘整消化，场内谨慎追高情绪显现，终端对于高价接受度一般，供需议价十分胶着。45-50%钼精矿价格突破4400元/吨度。26年3月份钼价高位整理。45-50%钼精矿由月初4435元/吨度回调至月末4395元/吨度。26年1-3月国内45%钼精矿均价4223元/吨度，同比上涨20.60%；1-3月份国内60%钼铁均价27.05万元/基吨，同比上涨19.27%。
- 金钼股份：2026年Q1公司实现收入41.58亿元，同比+26.67%；**归母净利润为9.02亿元，同比上升32.99%；扣非归母净利润为8.8亿元，同比上升35.97%。

图：25-26Q1钼价复盘（万元）



镁：价格先抑后升，静待盈利修复

- 供需分化带动镁市先抑后升。**量：根据中国有色金属工业协会镁业分会的统计数据，25年全球金属镁产量约为123万吨，同比增长6%；中国金属镁产量约为109万吨，同比增幅为6.6%。2025全年各类镁产品出口总量约44.76万吨，同比下降2.7%；出口金额10.69亿美元，同比大幅下降17.2%。26年Q1中国共出口各类镁产品约12.29万吨，同比增长10.92%；累计金额约2.96亿美元，同比增长12.77%。价：2025年镁锭均价17609元/吨，同比下降了10.35%；26Q1均价17727元/吨，环比+4.76%，同比+2.23%。

图：2026年Q1中国各类镁产品出口统计情况（单位：万吨、万美元）

名称	当月数量	累计数量	累计同比	当月金额	累计金额	累计同比
镁锭	3.02	6.86	6.03%	6871	15111	6.06%
镁合金	1.07	2.92	25.32%	2982	8065	31.52%
镁废碎料	0.14	0.39	0.00%	307	888	-0.34%
镁粉等	0.7	1.87	11.98%	1650	4367	7.80%
锻轧镁	0.03	0.09	50.00%	149	467	55.67%
镁制品	0.07	0.16	0.00%	298	748	12.31%
总值	5.03	12.29	10.92%	12257	29646	12.77%

图：24-26Q1镁价复盘（元）

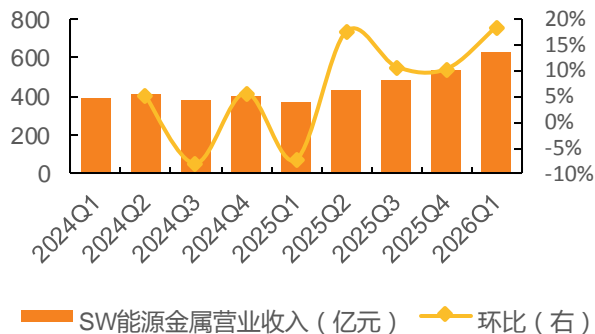


能源金属：基本面反转，价格弹性进一步打开

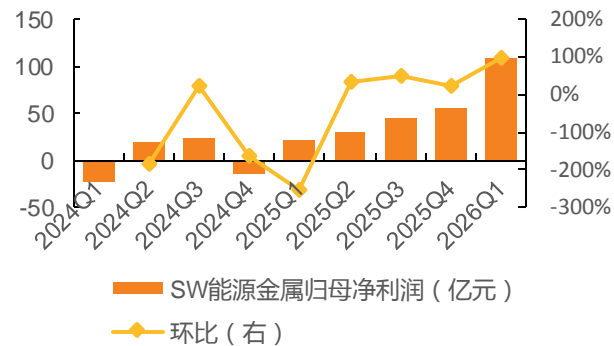
能源金属：2025年全年修复,2026Q1盈利较大程度提速

- 营业收入：**25年实现营收1833亿元，同比+14.7%。26Q1实现营收634亿元，同比+69.7%，环比+18.5%。
- 归母净利润：**25年归母净利润大幅提升，实现归母净利润153亿元，同比+2692.1%。26Q1实现归母净利润109亿元，同比+378.8%，环比+97.2%。
- 25年营业收入与归母净利润逐季改善，26Q1归母净利润较大程度提速。
- 毛利率：**25年销售毛利率19.67%，同比+0.32pct。26Q1销售毛利率28.3%，同比+10.65pct，环比+5.96pct。
- 净利率：**25年销售净利率10.19%，同比+4.32pct。26Q1销售净利率20.2%，同比+11.2pct，环比+8.83pct。
- 25年毛利率、净利率稳步回升，26Q1毛利率与净利率较大程度抬升。

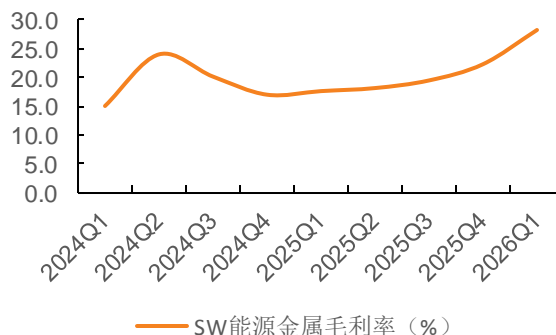
26Q1能源金属板块营收环比+18.5%



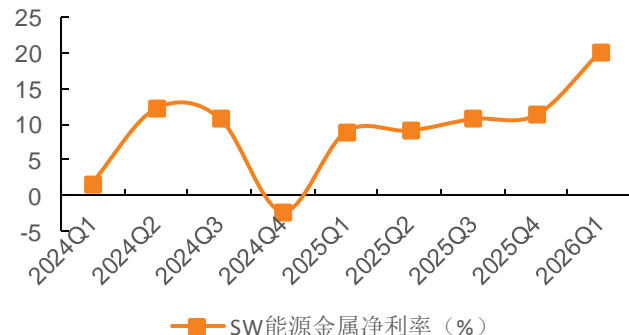
26Q1能源金属板块归母净利润环比+97.2%



26Q1能源金属销售毛利率环比+5.96pct



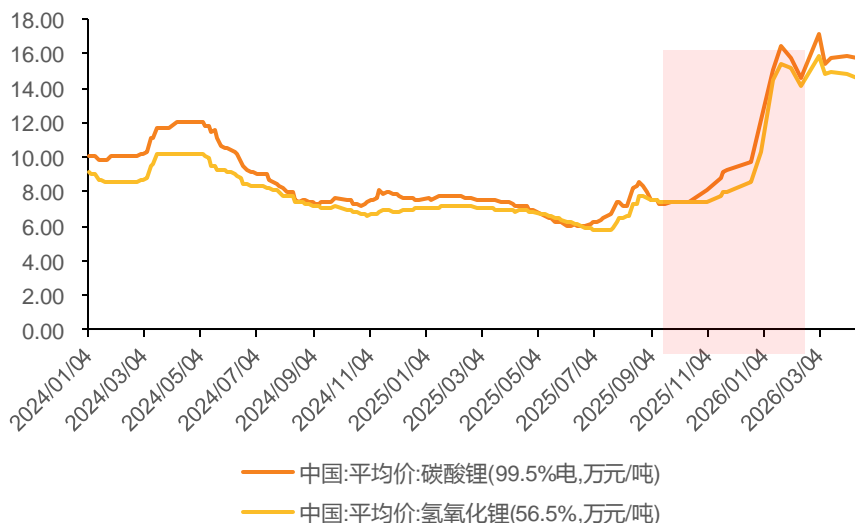
26Q1能源金属销售净利率环比+8.83pct



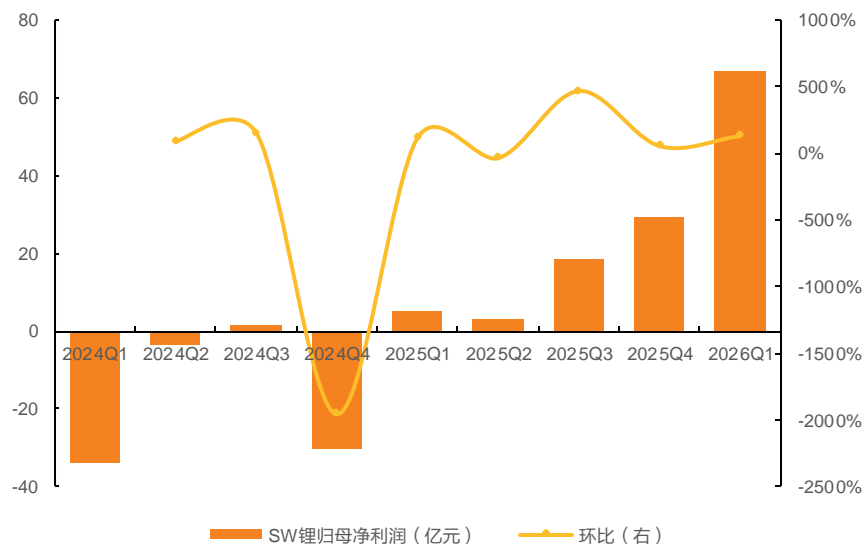
锂：26Q1高位震荡，盈利再创新高

- 26Q1锂价复盘：**26Q1碳酸锂/氢氧化锂均价分别为15.71/14.98万元/吨，同比25Q1均价+107.2%/+111.9%，环比25Q4均价+74.8%/+85.1%，锂价大幅上涨。
- 26Q1锂板块业绩：**25年实现归母净利润56.17亿元，26Q1归母净利润66.70亿元，再创新高。

图：25Q4锂价上行，26Q1高位震荡



图：26Q1盈利再创新高



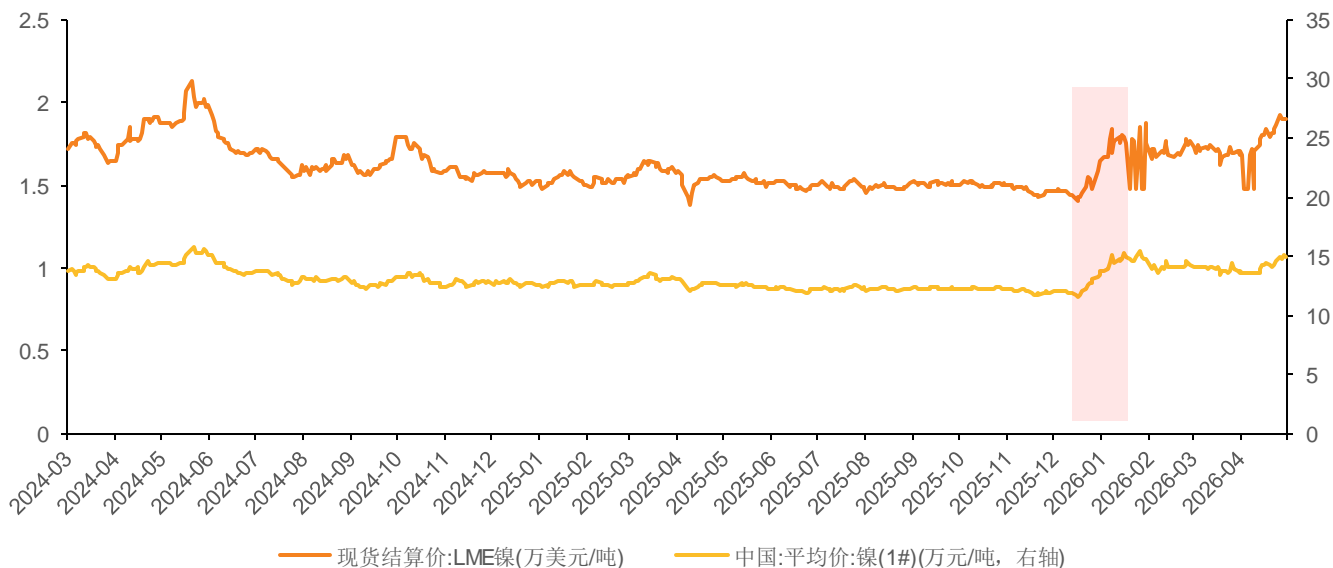
锂：25年业绩逐步修复，26Q1盈利显著改善

- **中矿资源**：25年实现营收65.45亿元，同比+22.02%；归母净利润4.58亿元，同比-39.54%；扣非净利润4.14亿元，同比-31.26%；26年Q1实现营收13.76亿元，同比-10.44%，环比-20.32%；归母净利润5.08亿元，同比+276.68%，环比+100.00%；扣非净利润4.82亿元，同比+1028.56%，环比+65.07%。
- **永兴材料**：25年实现营收74.23亿元，同比-8.06%；归母净利润6.61亿元，同比-36.61%；扣非净利润5.76亿元，同比-35.59%；26年Q1实现营收24.29亿元，同比+35.82%，环比+29.48%；归母净利润4.89亿元，同比+155.48%，环比+279.07%；扣非净利润4.81亿元，同比+164.57%，环比+337.27%。
- **赣锋锂业**：25年实现营收230.82亿元，同比+22.08%；归母净利润16.13亿元，同比+177.77%；扣非净利润-3.84亿元，同比+56.56%；26年Q1实现营收91.96亿元，同比+143.81%，环比+8.74%；归母净利润18.37亿元，同比+616.34%，环比+15.75%；扣非净利润14.19亿元，同比+685.83%，环比+154.30%。
- **天齐锂业**：25年实现营收103.46亿元，同比-20.80%；归母净利润4.63亿元，同比+105.85%；扣非净利润3.59亿元，同比+104.53%；26年Q1实现营收51.28亿元，同比+98.44%，环比+73.89%；归母净利润18.76亿元，同比+1699.12%，环比+562.90%；扣非净利润18.16亿元，同比+3987.18%，环比+530.56%。

镍：供需格局边际改善，25-26Q1价格中枢稳步抬升

- 26Q1镍价复盘：**26Q1镍价总体仍较为波动。25年镍价整体呈现震荡趋势，后续至26Q1抬升。26Q1LME镍/国内镍均价分别为1.71万美元/吨和14.24万元/吨，同比25Q1均价+10.1%/+11.5%，环比25Q4均价+15.0%/+16.8%。

图：26Q1抬升后高位震荡



能源金属：景气全面回升，锂领涨修复

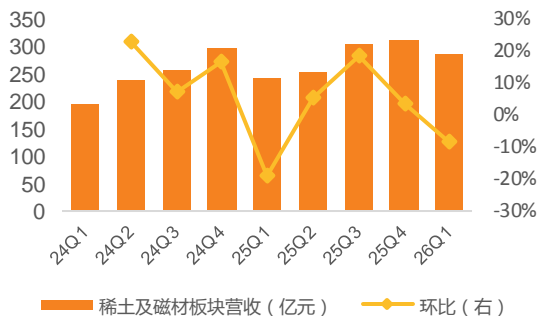
- **锂**：25年行业完成筑底、业绩逐季修复并实现扭亏为盈，26Q1锂价明显上行，带动板块盈利再创新高，龙头企业业绩同步改善。供给端扰动持续，尤其在需求环比修复下，整体供需侧持续偏紧，叠加战争下的新能源价值凸显，锂板块正迎“基本面+估值”共振。
- **钴**：25年以来由于刚果（金）政策供给持续收紧，产业链库存逐步减少，叠加印尼后续扰动，钴价持续高位，盈利修复趋势明确，核心是钴价高位有望持续，由此带来的板块重估。
- **镍**：26年以来价格稳步抬升，主要由于原料成本增加和印尼对矿端的一系列新政，供给侧有望持续偏紧。但需求侧主导的不锈钢和新能源整体增速偏弱（来源：百川盈孚），预计镍价中枢偏强震荡。

稀土&永磁：继往开来，产业重塑下新周期已来

稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期已来

- 营业收入：**25年实现营收1111.7亿元，同比+12.6%。26Q1实现营收286.61亿元，同比+18.6%，环比-8.2%。
- 归母净利润：**25年归母净利润为61.74亿元，同比+150%。26Q1实现归母净利润22.31亿元，同比+60%，环比+89.7%。
- 毛利率：**25年毛利率为14.37%，同比+0.28pct。26Q1销售毛利率15.55%，同比+3.00pct，环比-0.09pct。
- 净利率：**25年净利率为6.11%，同比+0.98pct。26Q1销售净利率8.25%，同比+1.85pct，环比+4.46pct。
- 稀土价格企稳回升，26Q1稀土及磁材板块归母净利润环比大幅改善，行业景气度向上明显。**

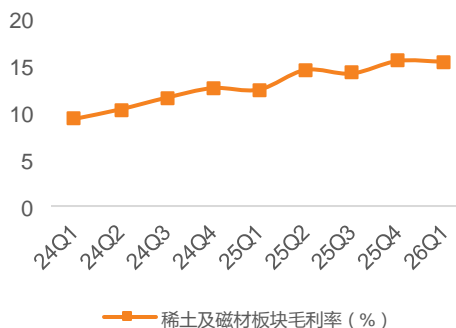
图：26Q1稀土磁材板块营收环比-8.2%



图：26Q1稀土磁材板块归母净利润环比+89.7%



图：26Q1稀土磁材板块毛利率环比-0.09pct



图：26Q1稀土永磁板块净利率环比+4.46pct



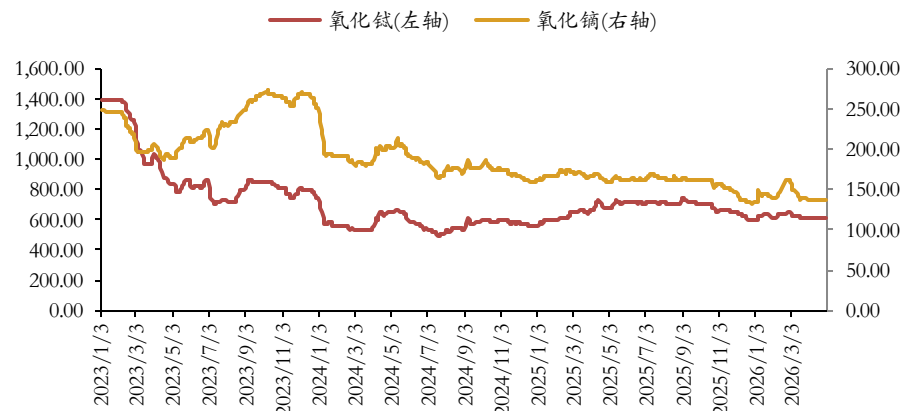
稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期已来

- 价格：**26Q1稀土价格企稳回升。第一季度氧化镨钕/氧化镝/氧化铽平均价格分别为74.7/144.78/624.7万元/吨，同比+73.89%/-14.03%/+0.8%，环比+34.31%/-2.7%/-4.29%。
- 展望：**稀土上游加速整合，海外矿供应不确定性加剧，加之反制管控，整体供需持续趋紧，稀土价格有望进入长周期上行通道。拉长周期看，人形机器人下游需求具备广阔增量空间，对磁材企业的估值提振逻辑仍在延续。

图：轻稀土氧化镨和氧化钕价格走势（万元/吨）



图：重稀土氧化铽和氧化镝价格走势（万元/吨）

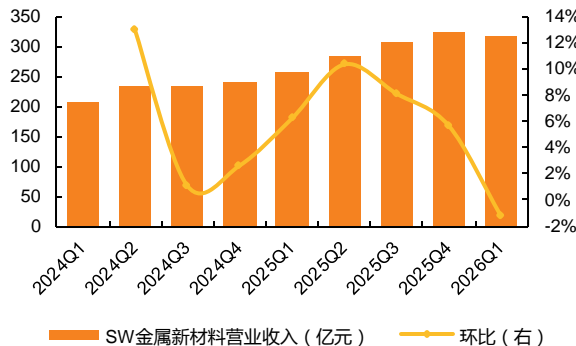


金属新材料：AI产业趋势加速，26年上游材料有望受益

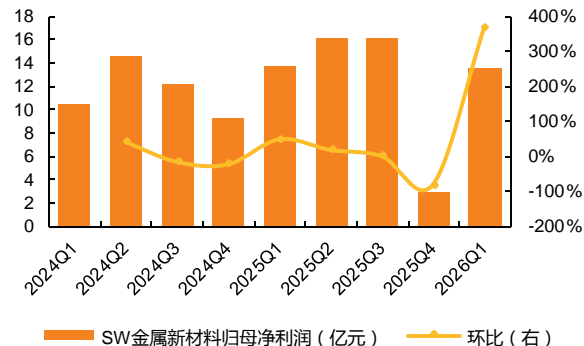
金属新材料：AI产业趋势加速，26年上游材料有望受益

- 营业收入：**25年实现营收1168.2亿元，同比+24.5%。26Q1实现营收319.0亿元，同比+24.4%，环比-1.3%。
- 归母净利润：**25年实现归母净利润49.1亿元，同比+0.8%。26Q1实现归母净利润13.6亿元，环比+368.6%，同比-1.3%。
- 毛利率：**25年销售毛利率13.99%，同比-1.58pct。26Q1销售毛利率14.0%，同比+0.44pct，环比+0.18pct。
- 净利率：**25年销售净利率4.3%，同比-0.99pct。26Q1销售净利率4.4%，同比-1.10pct，环比+3.36pct。

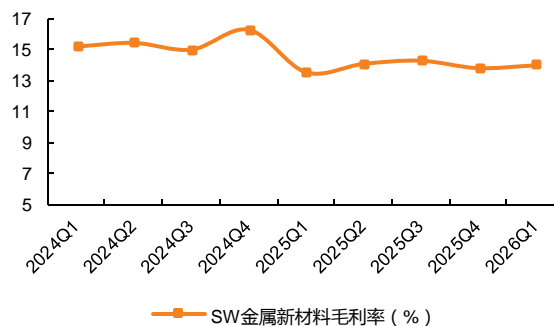
图：26Q1新材料板块营收环比-1.3%



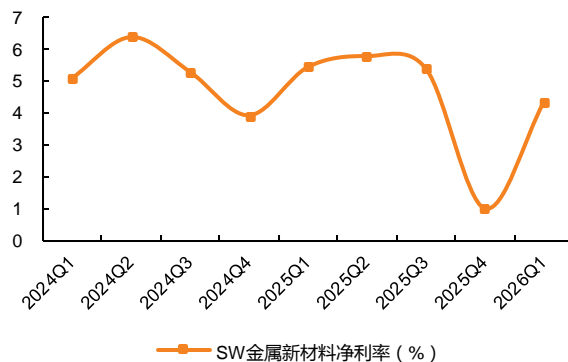
图：26Q1新材料板块归母净利润环比+368.6%



图：26Q1新材料板块毛利率环比+0.18pct



图：26Q1新材料板块净利率环比+3.36pct



金属新材料：AI产业趋势加速，26年上游材料有望受益

- **铂科新材：AI驱动第二曲线加速，电感元件收入取得较快增长。**25年公司实现营收18.02亿元，同比+8.4%；归母净利润4.18亿元，同比+11.3%；扣非归母净利润4.08亿元，同比+11.4%。其中，Q4实现营收5.01亿元，同比+15%，环比+13.9%；归母净利润1.25亿元，同比+39.6%，环比+21.8%。26Q1实现营收4.9亿元，同比+27.7%，环比-2.4%；归母净利润0.89亿元，同比+20%，环比-28.9%。25年公司经营业绩创历史新高，粉芯业务稳健增长，电感元件收入取得较快增长。
- **东睦股份：25年三大业务收入均创历史新高，机器人与AI算力新场景持续打开成长空间。**25年公司实现营收60.37亿元，同比+17.4%；归母净利润5.36亿元，同比+35%；扣非归母净利润5.19亿元，同比+37.1%。其中，Q4实现营收16.21亿元，同比+5.8%，环比+9%；归母净利润1.2亿元，同比+0.1%，环比-21.9%。26Q1实现营收15.37亿元，同比+5.3%，环比-5.2%；归母净利润1.26亿元，同比+12.7%，环比+4.5%。
- **博迁新材：消费电子复苏与AI终端渗透提升推动MLCC需求增长与结构升级。**25年公司实现营收11.52亿元，同比+21.8%；归母净利润2.19亿元，同比+150.6%；扣非归母净利润2.08亿元，同比+184%。其中，Q4实现营收3.46亿元，同比+58.6%，环比+20.8%；归母净利润0.68亿元，同比+2720.5%，环比+46.8%。26Q1实现营收4.1亿元，同比+64%，环比+18.3%；归母净利润0.72亿元，同比+49.6%，环比+6%。25年公司归母净利润同比大幅增长150.6%，MLCC需求复苏及产品结构改善驱动盈利加速修复，同时积极布局铜代银电极技术。26Q1营收同比增长64%，归母净利润同比增长49.6%。

金属新材料：AI产业趋势加速，26年上游材料有望受益

- **悦安新材：宁夏新项目已试生产但短期贡献有限，中长期成长可期。**25年公司实现营收4.38亿元，同比+4.7%；归母净利润0.83亿元，同比+17.8%；扣非归母净利润0.79亿元，同比+18.7%。其中，Q4实现营收1.17亿元，同比+9.2%，环比-0.7%；归母净利润0.21亿元，同比+53.2%，环比-8.6%。26Q1实现营收1.11亿元，同比+15.4%，环比-4.9%；归母净利润0.19亿元，同比+14%，环比-10.3%。25年公司募投6000吨羰基铁粉项目转固后产能释放，规模效应摊薄固定成本、工艺优化降低损耗共同推动盈利改善。26Q1业绩延续稳健增长，宁夏一期3000吨示范线已进入试生产阶段，但当期产量有限贡献有限，后续伴随产能释放有望打开中期成长空间。
- **云路股份：受行业竞争影响利润承压，但非晶电机有望打开新增长空间。**25年公司实现营收18.9亿元，同比-0.6%；归母净利润2.94亿元，同比-18.4%；扣非归母净利润2.81亿元，同比-18.3%。其中，Q4实现营收4.32亿元，同比-15.7%，环比-8.6%；归母净利润0.45亿元，同比-54.6%，环比-44.5%。26Q1实现营收4.68亿元，同比+11.2%，环比+8.5%；归母净利润0.62亿元，同比-21.5%，环比+38.9%。25年行业竞争加剧导致归母净利润同比下降18.45%，主营产品销量仍实现同比提升，广汽昊铂HL搭载非晶电机实现全球首款量产上路，有望成为非晶增长新引擎。26Q1营收同比增长11.2%，环比增长8.5%，非晶电机的应用前景有望为公司带来长期成长空间。

稀土磁材：继往开来，产业重塑下新周期已来

- **中稀有色**：25年实现营收58.2亿元，yoy-53.8%；归母净利润1.28亿元，yoy+142.73%；扣非净利润1.59亿元，yoy+151.01%。26Q1实现营收15.35亿元，yoy+1.9%，环比+29.4%；归母净利润1.71亿元，yoy+261.55%，环比+3636444.68%。
- **中国稀土**：25年实现营收31.82亿元，yoy+5.11%；归母净利润1.73亿元，yoy+160.15%；扣非净利润1.6亿元，yoy+210.57%。26Q1实现营收8.21亿元，yoy+12.79%，环比+19.36%；归母净利润1.39亿元，yoy+90.8%，环比+806.66%。
- **北方稀土**：25年实现营收425.63亿元，yoy+29.11%；归母净利润22.51亿元，yoy+124.17%；扣非净利润20.56亿元，yoy+128.1%。26Q1实现营收118.59亿元，yoy+27.69%，环比-3.36%；归母净利润9.18亿元，yoy+113.12%，环比+29.27%。
- **正海磁材**：25年实现营收70.31亿元，yoy+26.93%；归母净利润3.07亿元，yoy+232.85%；扣非净利润2.77亿元，yoy+360.93%。26Q1实现营收13.65亿元，yoy-6.45%，环比-33.69%；归母净利润0.47亿元，yoy-32.29%，环比-40.75%。
- **金力永磁**：25年实现营收77.18亿元，yoy+14.11%；归母净利润7.06亿元，yoy+142.44%；扣非净利润6.2亿元，yoy+264%。26Q1实现营收20.36亿元，yoy+16.05%，环比-13.17%；归母净利润1.93亿元，yoy+20.09%，环比+1.38%。
- **宁波韵升**：25年实现营收54.64亿元，yoy+8.39%；归母净利润3.3亿元，yoy+247.95%；扣非净利润2.8亿元。26Q1实现营收14.98亿元，yoy+33.53%，环比-3.58%；归母净利润1.17亿元，yoy+213.11%，环比+112.14%。

风险提示

全球经济衰退的系统性风险：全球经济复苏步伐放缓，若进入衰退会导致需求下降，金属价格大幅下跌，可能会对企业盈利造成不利影响。

需求不及预期的风险：需求若不及市场预期，一方面可能会影响企业产品销量，另一方面可能会使得产品价格承压，加剧行业竞争，对企业经营和盈利造成不利影响。

上游供给大增的风险：若矿企加速新矿山勘探开采和供给释放，可能对矿石和金属价格形成压制，损害下游企业盈利能力。

报告中提及的标的仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体相关标的或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS