

巩固行业向好态势

—— A 股有色金属行业 2025 年半年报业绩回顾

分析师：华立



巩固行业向好态势

——A 股有色金属行业 2025 年半年报业绩回顾

2025 年 9 月 3 日

核心观点

- **2025 年上半年 A 股有色金属行业业绩维持高增长，进一步确立行业向好趋势，2025Q2 有色金属行业整体业绩增速因高基数影响有所回落：**在去年底国内发展重心转向稳增长后，一系列增量经济政策出台与落实在今年上半年逐渐显现效用，使我国经济复苏的势头加快，2025 年上半年国内 GDP 增速达到 5.3%，超出市场预期，叠加美联储进入降息周期后所释放的流动性，有效缓解了美国加征关税贸易战所带来的需求与经济预期波动的不利影响，支撑有色金属商品价格较去年同期上涨，巩固了有色金属行业景气度与有色金属公司业绩筑底后回升、进入新上行周期的向好态势。具体来看，A 股有色金属行业 2025 年上半年营业收入同比增长 6.70%，业绩同比增长 43.88%；A 股有色金属行业 2025Q2 单季度营业收入同比增长 6.03%，业绩同比增长 23.80%。
- **2025Q2A 股有色金属行业整体 ROE 水平持续上行，主要因 A 股有色金属行业整体资产周转率的提升所致：**从杜邦分析的结果来看，A 股有色金属行业整体 ROE 从 2025Q1 的 2.69% 上升到 2025Q2 的 3.09%，环比上行 0.40 个百分点。其中，A 股有色金属行业整体资产周转率从 0.25 提升至 0.28，影响 ROE 上行 0.33 个百分点，是 2025Q2 有色金属行业整体 ROE 水平上升的最核心因素。而 A 股有色金属行业整体销售利润率从 2025Q1 的 5.26% 上升至 2025Q2 的 5.29%，使 ROE 水平提升 0.02 个百分点。此外，A 股有色金属行业整体权益乘数从 2025 年一季度的 2.01 上升到 2025 年二季度的 2.05，提升 ROE 水平 0.06 个百分点。
- **行业现金流状况持续改善：**A 股有色金属行业整体 2025Q2 经营净现金流同比增长 22%，环比增长 211%。由于有色金属行业的回款周期与季节性因素，有色金属企业在二季度的现金流往往要好于一季度，但 2025Q2 行业经营性现金流较 2024Q2 同比增长，且 A 股有色金属行业整体经营性净现金流连续第四个季度实现同比增长，仍显示出有色金属企业现金状况的持续好转。
- **投资建议：**美国就业市场下行风险加剧，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上对美联储重启降息做了谨慎，市场对美联储 9 月降息的预期升温。美联储降息预期上行，将驱动历史上以美联储政策利率作为增减持黄金指引的全球黄金 ETF 基金加速购买黄金，；叠加美国总统特朗普对美联储独立性干预下或将损害美元、美债信用，或将触发更多避险资金配置黄金，推动金价的上涨，建议关注 A 股黄金龙头标的中金黄金、山东黄金、赤峰黄金、山金国际、湖南黄金。中美关税贸易争端与地缘冲突加剧的时代背景下，稀缺金属战略价值提升，我国加紧控制稀土，国内《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》落地，并加强出口管制，国家对稀土供给和价格控制力进一步增强，我国稀土行业呈现出更为明确的全球垄断格局。2025Q3 海外补库需求下稀土磁材消费提升，刺激上游稀土价格保持强势上涨态势，磁材或也将量价齐升，建议关注稀土磁材龙头北方稀土、中国稀土、金力永磁、宁波韵升。
- **风险提示：**1) 国内经济复苏低于预期的风险；2) 美联储降息低于预期的风险；3) 中美贸易战超预期的风险；4) 有色金属下游需求不及预期的风险；5) 有色金属价格大幅下跌的风险。

有色金属行业

推荐 维持评级

分析师

华立

☎: 021-20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

相对沪深 300 表现图

2025-09-03



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河有色】行业周报_旺季来临叠加降息预期, 工业金属价格有望走强 20250831

目录

Catalog

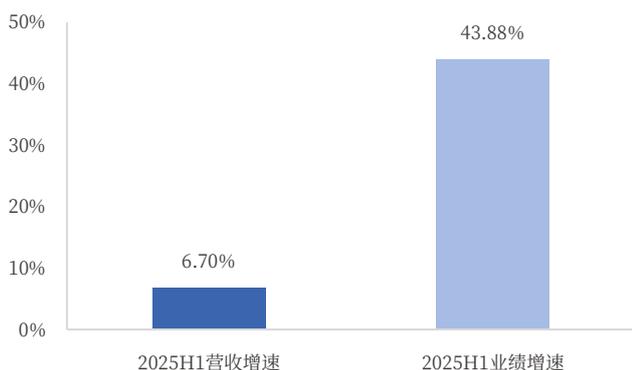
一、 有色金属行业 2025 年半年报业绩概览	4
(一) 行业上行态势进一步巩固	4
(二) 行业业绩增速分布显现行业向好趋势	4
二、 盈利能力持续提升，现金流持续改善	6
(一) 复杂环境下韧性凸显，行业业绩维持增长	6
(二) 有色金属行业整体 ROE 继续上行	9
(三) 资产周转率提升是 ROE 环比上行的主要原因	10
(四) 毛利率的提升与四费的下降是销售利润率上行的主要因素	12
(五) 有色金属均价上涨造成 2025Q1 行业毛利率水平环比上行	12
(六) 有色金属行业库存下降	14
(七) 行业现金流状况持续改善	16
(八) 行业估值处于历史低位	18
三、 投资建议	19
四、 风险提示	19

一、有色金属行业 2025 年半年报业绩概览

（一）行业上行态势进一步巩固

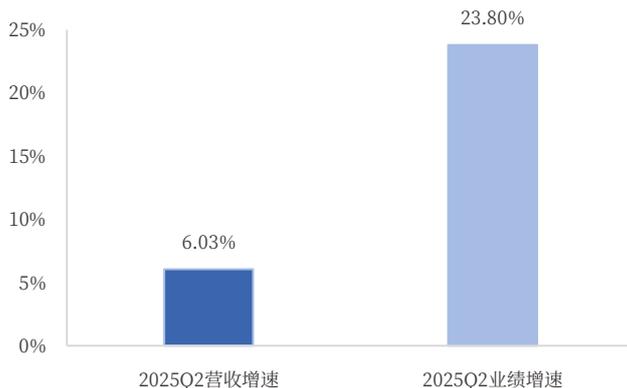
A 股有色金属行业上市公司 2025 年上半年营业收入同比增长 6.70%，归属于母公司股东净利润同比增长 43.88%；2025Q2 单季度营业收入同比增长 6.03%，归属于母公司股东净利润同比增长 23.80%。我们将 A 股有色金属一级行业中主要的共 119 家上市公司，作为一个整体样本进行测算，以观测 A 股有色金属行业整体的业绩表现。在去年底国内发展重心转向稳增长后，一系列增量经济政策出台与落实在今年上半年逐渐显现效用，使我国经济复苏的势头加快，2025 年上半年国内 GDP 增速达到 5.3%，超出市场预期，叠加美联储进入降息周期后所释放的流动性，有效缓解了美国加征关税贸易战所带来的需求与经济预期波动的不利影响，支撑有色金属商品价格较去年同期上涨，巩固了有色金属行业景气度与有色金属公司业绩筑底后回升、进入新上行周期的向好态势。具体来看，A 股有色金属行业 2025 年上半年营业收入同比增长 6.70%，业绩同比增长 43.88%；A 股有色金属行业 2025Q2 单季度营业收入同比增长 6.03%，业绩同比增长 23.80%。

图1：2025 年上半年 A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：2025Q2 单季度 A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速

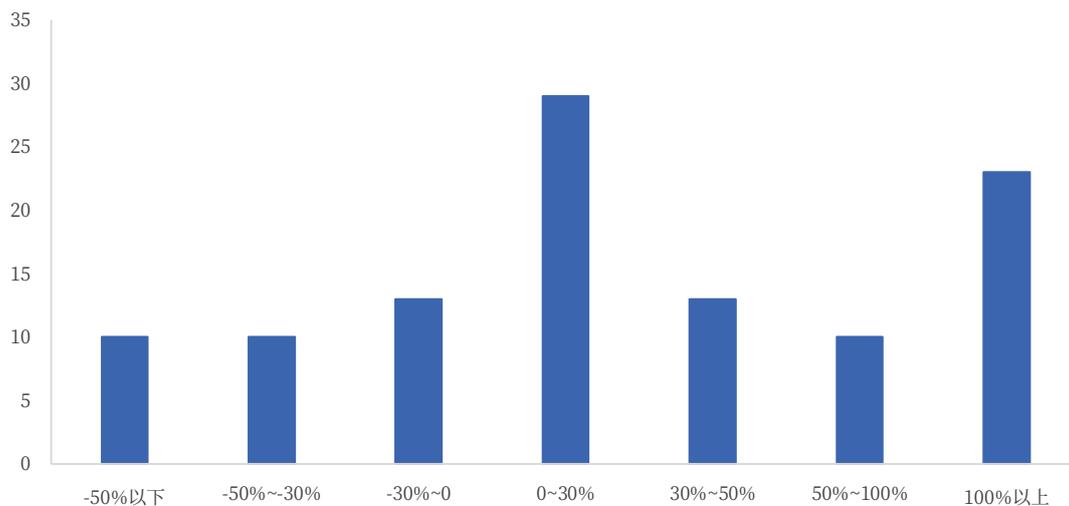


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）行业业绩增速分布显现行业向好趋势

2025 年上半年 A 股有色金属行业超过四成上市公司业绩同比高增长。整体来看，2025 年上半年 A 股有色金属行业上市公司业绩继续呈现改善向好的态势，多数公司的业绩实现正增长。2025 年上半年 A 股有色金属行业上市公司业绩同比实现正增长的共有 75 家，占比 69.44%；其中业绩增长处于 0%-30% 区间的 A 股有色金属行业上市公司共有 29 家，占总数比例为 26.85%，是占比最多的一个区间；2025 年上半年业绩同比增长超过 100% 的上市公司数量为 23 家，占总数的 21.30%，占比第二；上半年业绩增速超过 30% 以上的 A 股有色金属行业上市公司共有 46 家，超过总数的 40%。A 股有色金属上市公司 2025 年上半年业绩同比下滑超过 50% 的上市公司数量为 20 家，占总数的 18.52%；业绩同比下滑处于 0%-30% 区间的有色金属上市公司共有 13 家，占总体比例的 12.04%。

图3: A股有色金属行业上市公司2025年上半年业绩增速分布(家数)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

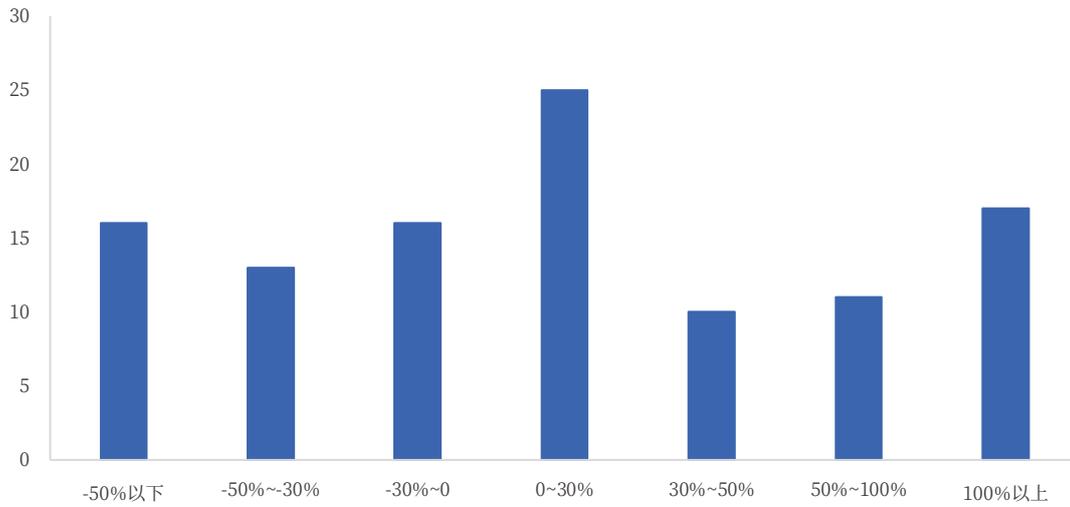
表1: 接近七成A股有色金属行业上市公司2025年上半年业绩同比增长

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	10	10	13	29	13	10	23
占比	9.26%	9.26%	12.04%	26.85%	12.04%	9.26%	21.30%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025Q2A 股有色金属行业上市公司业绩分布显示出行业上市公司业绩增速在高基数的影响下有所回落。2025Q2A 股有色金属行业上市公司中业绩增速集中在 0%-30%区域的上市公司减少至 25 家, 占总数比例为 23.15%, 仍为占比最多的一个区间; 业绩同比增长幅度超过 100%的公司减少至 17 家, 占总数比例为 15.74%。2025Q2 业绩增速超过 50%的 A 股有色金属行业上市公司共计有 28 家, 占总数的 25.93%; 业绩同比实现正增长的 A 股有色金属上市公司数量下降至 63 家, 占比 58.33%。2025Q2A 股有色金属行业上市公司业绩同比下滑幅度处在 0%-30%与 30%-50%区间内的公司各增加 3 家, 占比分别为 14.81%、12.04%。2025Q2A 股有色金属行业上市公司业绩同比下滑超于 50%的上市公司亦增加至 16 家, 占总体的比例的 14.81%。

图4: A 股有色金属行业上市公司 2025Q2 业绩增速分布 (家数)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: A 股有色金属行业上市公司 2025Q2 业绩同比分布占比

业绩增幅	-50%以下	--50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	16	13	16	25	10	11	17
占比	14.81%	12.04%	14.81%	23.15%	9.26%	10.19%	15.74%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、盈利能力持续提升，现金流持续改善

(一) 复杂环境下韧性凸显，行业业绩维持增长

2025 年上半年 A 股有色金属行业整体归母净利润维持高增长，进一步确立行业向好趋势。而 2025 年二季度有色金属行业整体归母净利润同比增速因高基数影响有所回落。A 股有色金属行业上市公司 2025 年上半年营业收入同比增长 6.70%，归属于母公司股东净利润同比增长 43.88%；其中 2025Q2 单季度有色金属行业收入同比增速 6.03%，归属于母公司净利润同比增长 23.80%。

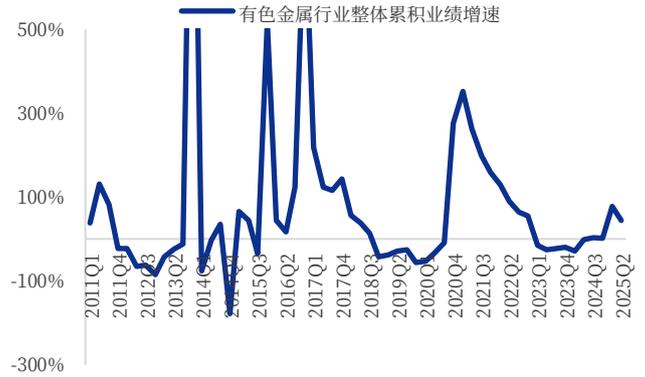
综合来看，在去年底国内发展重心转向稳增长下，一系列增量经济政策出台与落实的作用在今年上半年逐渐显现，我国经济复苏的势头加快，2025 年上半年国内 GDP 增速达到 5.3%，超出市场预期，叠加美联储进入降息周期后所释放的流动性，有色金属商品价格在一季度维持上涨趋势，有效带动了有色金属企业盈利能力的提升。尽管 2025 年 4 月美国对等关税超预期，市场对加征关税影响宏观经济与有色金属需求的悲观预期，重创有色金属商品价格与，但在 2025 年 5 月中美关税谈判达成日内瓦协议后，市场宏观预期改善，带动有色金属商品价格快速修复回升，展现出了极强的价格韧性，使有色金属企业在二季度保持了较好的盈利水平。但由于去年二季度有色金属价格跳涨形成的有色金属行业业绩高基数的影响，使 2025Q2A 股有色金属行业业绩增速有所下滑。

图5: A股有色金属行业整体累计营业收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: A股有色金属行业整体累计业绩增速



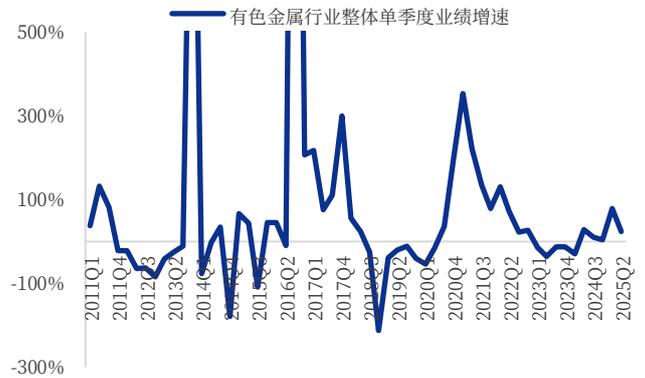
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: A股有色金属行业整体单季度营业收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: A股有色金属行业整体单季度业绩增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 中国有色金属行业景气指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025Q2A 股有色金属子行业中，黄金、稀土与非金属新材料业绩增速加快，钴锂等能源金属业绩继续改善。2025 年二季度美国加征关税超预期一度引发工业金属价格的重挫，但随着中美达成“日内瓦协议”，铜铝铅锌等金属价快速向上修复。不过由于去年二季度铜等有色金属商品价格跳涨抬高了基数，使 2025Q2 工业金属均价较去年同期有所下跌。其中 2025Q2 国内铜均价为 78102.17 元/吨，同比下跌 2.07%，环比上涨 0.86%；2025Q2 国内电解铝均价为 20195.67 元/吨，同比下跌 1.66%，环比下跌 1.22%；2025Q2 国内铅均价为 16928.67 元/吨，同比下跌 5.87%，环比下跌 1.33%；锌均价 22557.17 元，同比下跌 3.32%、环比下跌 5.57%。高基数影响下，A 股铝、铅锌等工业金属板块业绩在 2025Q2 同比下滑，仅铜板块业绩仍保持同、环比增长。二季度美国对等关税超预期，经济衰退风险升高与市场风险偏好下降，投资者通过全球黄金 ETF 基金加大了对避险资产黄金的配置，资金加速流入下驱动黄金价格在 2025Q2 继续上涨 5.74%。2025Q2 国内黄金现货均价达到 770.21 元/克，同比上涨 39.42%，环比上涨 14.81%。金价在 2025Q2 的进一步上涨，使 A 股黄金板块 2025 年二季度业绩增速继续上行，业绩同比、环比增速分别提升 24.94、27.96 个百分点。二季度能源金属价格走势分化，其中 2025Q2 国内电解镍、电池级碳酸锂、电解钴均价分别环比变化-3.20%、-13.08%、+27.40%，同比变化-13.27%、-40.17%、+7.78%。钴价在刚果（金）出口禁令的政策驱动下上涨，使 2025Q2A 股钴行业上市公司业绩同比加速增长至 30.74%。而虽然锂价继续下跌，但因资产减值压力的减轻以及低基数的效应，使锂板块上市公司 2025Q2 业绩同环比均出现了明显改善。全球地缘冲突加剧、贸易纠纷下，稀缺资源的战略价值凸显，我国加强了稀土等稀有金属的供应管控，叠加二季度下旬国内出口放开审批后海外补库的需求拉动，二季度国内氧化镨钕均价同比上涨 13.53%，环比上涨 0.69%，提升了稀土磁材企业的盈利能力，使稀土磁材板块上市公司业绩大幅好转，2025Q2A 股稀土板块业绩同比增速分别高达 340.17%，环比提升 145.11 个百分点。在国内加严控制生产配额与出口审批下相同逻辑下，二季度国内钨精矿均价达到 15.95 万元/吨，同比上涨 10.20%，环比上涨 11.56%。推动 A 股钨板块 2025Q2 环比大幅增长 43.81%，同比增长 24.11%。

表3: A 股有色金属行业单季度营业收入同比增速与归母净利润同比增速

行业	单季度营业收入同比增速			单季度归母净利润同比增速		
	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q4	2025Q1	2025Q2
有色金属行业整体	14.42%	7.49%	6.03%	4.76%	78.04%	23.80%
工业金属	17.98%	4.61%	2.26%	11.96%	44.57%	12.43%
铝	39.78%	15.26%	2.20%	-8.46%	29.50%	-12.08%
铜	12.91%	1.69%	1.04%	15.45%	49.00%	29.37%
铅锌	15.01%	5.62%	15.57%	1260.96%	68.98%	-8.50%
黄金	14.23%	22.03%	31.07%	27.05%	49.23%	74.17%
稀有金属	1.19%	13.87%	11.77%	-61.19%	240.78%	104.76%
稀土	0.00%	35.61%	7.65%	-59.41%	195.06%	340.17%
钨	1.84%	6.87%	19.91%	85.16%	33.25%	24.11%
锂	-44.56%	-16.83%	-18.08%	-95.08%	94.20%	88.02%
钴	5.78%	18.87%	28.68%	238.38%	134.14%	30.74%
其他稀有小金属	23.35%	14.20%	9.39%	68.83%	12.41%	-16.53%
金属非金属新材料	0.17%	9.95%	5.34%	-58.56%	24.31%	33.13%
金属新材料	2.03%	16.05%	1.47%	-53.95%	-0.56%	10.41%

磁性材料	5.71%	2.83%	1.45%	-75.81%	79.93%	4.07%
非金属新材料	-7.46%	1.50%	17.31%	-57.64%	51.44%	97.56%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表4：A股有色金属行业单季度收入环比增速与归母净利润环比增速

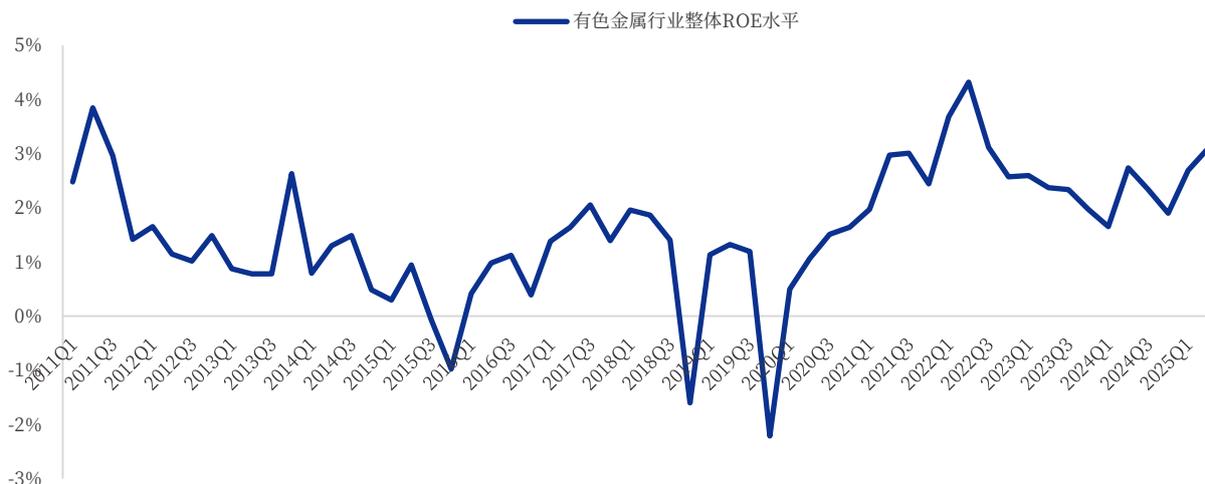
行业	单季度营业收入环比增速			单季度归母净利润环比增速		
	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q4	2025Q1	2025Q2
有色金属行业整体	2.07%	-4.76%	16.76%	-16.93%	45.64%	17.35%
工业金属	2.23%	-7.43%	16.84%	-7.33%	31.56%	14.49%
铝	3.42%	-9.93%	7.63%	-10.46%	31.31%	12.72%
铜	2.36%	-7.95%	20.61%	-2.37%	23.58%	19.68%
铅锌	-2.22%	4.96%	8.12%	-41.48%	159.49%	-19.04%
黄金	-7.93%	23.96%	24.25%	1.92%	19.67%	47.63%
稀有金属	5.45%	-7.71%	15.00%	-85.60%	650.77%	17.78%
稀土	23.38%	-25.45%	3.94%	2.99%	18.55%	14.57%
钨	4.26%	-8.21%	25.95%	124.66%	-35.47%	43.81%
锂	-0.03%	-20.35%	7.82%	-868.11%	93.08%	22.37%
钴	0.98%	12.29%	8.67%	-19.61%	10.78%	19.17%
其他稀有小金属	1.00%	-4.44%	20.71%	-7.42%	7.33%	-0.74%
金属非金属新材料	10.38%	-4.91%	4.40%	-51.45%	173.93%	4.29%
金属新材料	11.66%	-0.36%	-3.13%	-28.82%	157.77%	-7.73%
磁性材料	8.20%	-15.28%	9.47%	-80.37%	466.70%	5.69%
非金属新材料	9.16%	-7.54%	19.74%	-55.34%	135.18%	19.33%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）有色金属行业整体 ROE 继续上行

2025Q2A 股有色金属行业整体 ROE 水平持续上行。从 ROE 的绝对水平来看，A 股有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至 -2.11%，创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹，而此后有色金属行业进入景气度持续上行阶段，并于 2022Q2 触顶下行。此后 A 股有色金属行业进入下行周期，仅在 2023Q1 有过短暂且小幅的反弹。在 2024Q2A 股有色金属行业整体 ROE 短暂的大幅上行后，后又经历了连续 2 个季度的下滑后，在 2025Q1 重新反弹。2025Q2A 股有色金属行业整体 ROE 水平继续上行，较 2025Q1 环比提升 0.40 个百分点至 3.09%。子行业来看，除去铅锌、其他稀有小金属、磁性材料板块外，其余 A 股有色金属行业子版块 ROE 水平在 2025Q2 均出现了环比的提升。

图10: 2025Q2A 股有色金属行业整体 ROE 水平环比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表5: A 股有色金属行业 ROE 水平

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
有色金属行业整体	1.65%	2.74%	2.34%	1.90%	2.69%	3.09%
工业金属	2.58%	3.69%	2.88%	2.60%	3.32%	3.71%
铝	2.18%	3.57%	2.30%	2.04%	2.62%	2.86%
铜	2.95%	3.91%	3.39%	3.18%	3.78%	4.44%
铅锌	1.98%	2.91%	2.12%	1.22%	3.12%	2.45%
黄金	1.98%	2.49%	2.38%	2.34%	2.67%	3.82%
稀有金属	-0.95%	0.77%	1.23%	0.17%	1.29%	1.49%
稀土	-1.68%	0.42%	1.31%	1.32%	1.52%	1.69%
钨	1.73%	2.64%	1.56%	3.15%	1.80%	2.49%
锂	-4.10%	-1.56%	-0.37%	-3.67%	-0.26%	-0.20%
钴	1.09%	2.30%	2.78%	2.18%	2.33%	2.71%
其他稀有小金属	2.20%	2.83%	2.33%	2.11%	2.21%	2.16%
金属非金属新材料	1.24%	1.21%	1.16%	0.56%	1.52%	1.57%
金属新材料	1.89%	1.56%	1.00%	0.70%	1.75%	1.58%
磁性材料	0.58%	1.07%	0.95%	0.19%	1.05%	1.11%
非金属新材料	1.02%	0.93%	1.48%	0.67%	1.59%	1.89%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 资产周转率提升是 ROE 环比上行的主要原因

2025Q2A 股有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于销售利润率的提升所致。从杜邦分析的结果来看, A 股有色金属行业整体 ROE 从 2025Q1 的 2.69% 上升到 2025Q2 的 3.09%, 环比上行 0.40 个百分点。其中, A 股有色金属行业整体资产周转率从 0.25 提升至 0.28, 影响 ROE 上行 0.33 个百分点, 是 2025Q2 有色金属行业整体 ROE 水平上升的最核心因素。而 A 股有色金属行业整体

销售利润率从 2025Q1 的 5.26% 上升至 2025Q2 的 5.29%，使 ROE 水平提升 0.02 个百分点。此外，A 股有色金属行业整体权益乘数从 2025 年一季度的 2.01 上升到 2025 年第二季度的 2.05，提升 ROE 水平 0.06 个百分点。

表6：2025Q2 资产周转率提升，驱动 A 股有色金属行业整体 ROE 水平环比上行

	A 股有色金属行业整体			
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
2020Q4	1.83%	2.93%	0.27	2.28
2021Q1	1.98%	3.08%	0.29	2.24
2021Q2	2.98%	3.99%	0.33	2.24
2021Q3	3.01%	4.28%	0.32	2.18
2021Q4	2.49%	3.56%	0.33	2.14
2022Q1	3.68%	5.31%	0.32	2.15
2022Q2	4.32%	5.98%	0.33	2.17
2022Q3	3.12%	4.93%	0.30	2.13
2022Q4	2.57%	4.08%	0.30	2.09
2023Q1	2.59%	4.31%	0.29	2.08
2023Q2	2.37%	3.79%	0.30	2.09
2023Q3	2.33%	3.96%	0.28	2.10
2023Q4	1.97%	3.76%	0.25	2.06
2024Q1	1.65%	3.18%	0.26	2.04
2024Q2	2.74%	4.54%	0.29	2.07
2024Q3	2.34%	4.22%	0.27	2.07
2024Q4	1.90%	3.44%	0.27	2.02
2025Q1	2.69%	5.26%	0.25	2.01
2025Q2	3.09%	5.29%	0.28	2.05

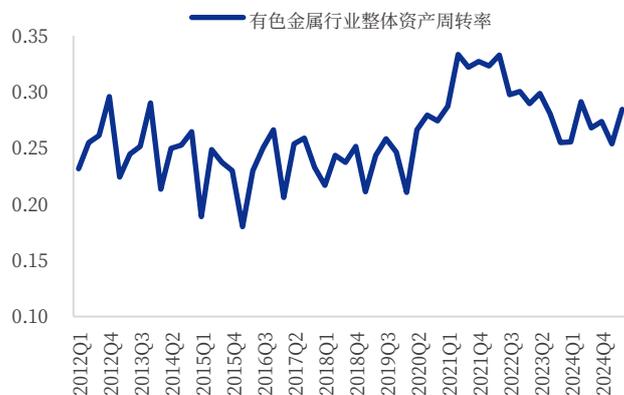
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：A 股有色金属行业整体销售利润率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：A 股有色金属行业整体资产周转率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 毛利率的提升与四费的下降是销售利润率上行的主要因素

毛利率的上升与四项费用率的下降致使 2025Q2A 股有色金属行业整体销售利润率环比提升。2025Q2A 股有色金属行业的整体毛利率录得 12.50%，环比 2025Q1 上行 0.16 个百分点。而 2025Q2A 股有色金属行业销售费用、管理费用、财务费用、研发费用等四项费用率为 3.53%，环比下降 0.18 个百分点；其他费用率 3.69%，环比上升 0.31 个百分点。由此可见，A 股有色金属行业整体毛利率水平在 2025Q2 的上升，以及四项费用率的下降，成为了致使 A 股有色金属行业销售利润率在 2025 年二季度提升的主要原因。

图13：2025Q2A 股有色金属行业整体销售毛利率环比上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：A 股有色金属行业整体四项期间费用率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：A 股有色金属行业整体其他费用率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(五) 有色金属均价上涨造成 2025Q1 行业毛利率水平环比上行

A 股有色金属行业整体毛利率在 2025Q2 的环比小幅上行主要是由于 2025 年二季度有色金属品种综合均价较 2025 年一季度环比上涨所引发的。A 股有色金属按行业 2025Q2 毛利率为 12.50%，较 2025Q1 环比上升 0.16 个百分点。尽管 2025 年 4 月美国对等关税超预期重创了有色金属商品价格，但在 2025 年 5 月中美关税谈判达成日内瓦协议后，市场宏观预期改善带动有色金属商品价格快速修复回升；而受美国加征关税引发经济与政策不确定下，市场避险情绪升高，资金涌入黄金，继续推升二季度黄金价格。2025Q2 以工业金属为主的 Wind 有色金属价格指数均价较 2025Q1 环比微跌 0.84%，但 Wind 贵金属价格指数均价环比上涨 13.15%，驱动 A 股有色金属行业毛利率以及企业的盈利能力在 2025Q2 边际上行。

图16: Wind 有色金属价格指数与贵金属价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从细分子行业的角度看，A 股有色金属行业中，除去铜、锂、其他稀有小金属与非金属新材料板块外，其余子行业的毛利率水平在 2025 年二季度均出现了明显的环比上行。

表7: A 股有色金属行业毛利率水平

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
有色金属行业整体	10.33%	12.81%	11.05%	11.30%	12.34%	12.50%
工业金属	9.68%	12.24%	10.18%	10.16%	11.90%	11.93%
铝	14.74%	17.75%	13.23%	13.75%	14.56%	16.57%
铜	8.34%	10.67%	9.05%	9.12%	11.24%	10.70%
铅锌	9.15%	12.79%	11.67%	9.22%	10.39%	11.18%
黄金	10.99%	12.96%	12.75%	15.24%	13.08%	13.81%
稀有金属	12.07%	15.76%	14.08%	14.20%	13.40%	13.77%
稀土	4.01%	6.11%	7.88%	10.72%	9.64%	12.01%
钨	15.60%	19.04%	16.17%	23.04%	17.02%	18.75%

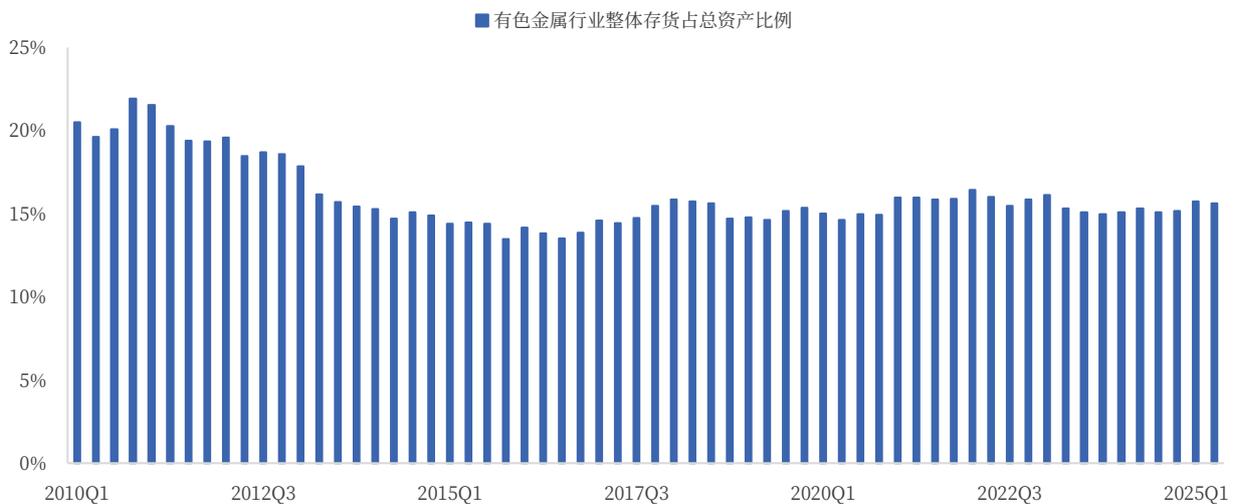
锂	20.46%	33.44%	25.23%	21.17%	25.70%	17.79%
钴	12.46%	20.70%	19.14%	16.24%	14.60%	16.52%
其他稀有小金属	11.03%	11.77%	10.85%	9.61%	10.41%	10.04%
金属非金属新材料	15.20%	15.23%	14.51%	15.20%	14.78%	15.42%
金属新材料	13.33%	13.58%	12.90%	15.01%	12.26%	12.47%
磁性材料	15.96%	17.06%	17.28%	15.89%	15.82%	17.72%
非金属新材料	18.77%	17.72%	16.01%	15.10%	20.38%	19.92%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(六) 有色金属行业库存下降

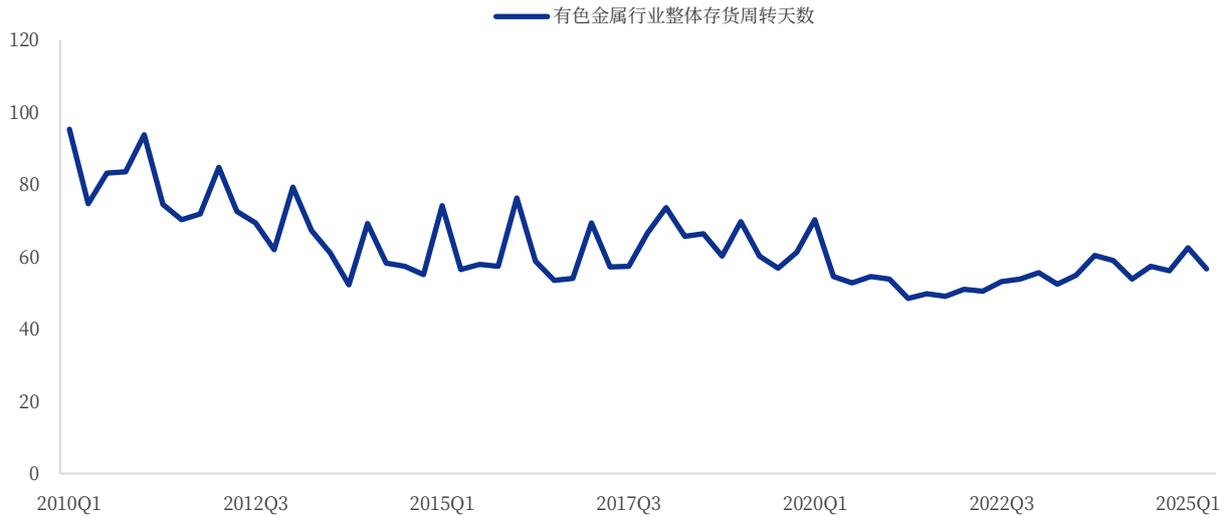
2025 年二季度 A 股有色金属行业整体行业存货环比减少。2025Q2A 股有色金属行业整体存货占总资产比为 15.63%，较 2025Q1 环比下行 0.11 个百分点。2025Q2A 股有色金属行业整体库存周转天数从 2025Q1 的 62.46 天下降至 56.78 天，环比减少 5.68 天，创下了 2020 年一季度以来的最高行业库存周转天数。进入二季度后，随着消费旺季的来临以及中美关税谈判期间的抢出口，有色金属行业需求好转，行业出现明显的季节性去库存迹象。但 2025Q2A 股有色金属行业整体存货占总资产比与行业整体库存周转天数仍高于近两年的同期水平。

图17：A 股有色金属行业整体库存占总资产比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18: A股有色金属行业整体库存周转天数上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看, 二级子行业中工业金属、稀有金属、金属非金属新材料板块在 2025 年第二季度的库存周转天数同比有所增加, 而黄金板块的库存周转天数在 2025 年二季度同环比均有减少。三级子行业中, 钴与钨板块 2025Q2 的存货周转天数同比减少, 去库表现较好。

表8: A股有色金属行业存货周转天数 (天)

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
有色金属行业整体	59.03	53.82	57.43	56.11	62.46	56.78
工业金属	49.14	45.49	48.68	47.04	54.00	48.33
铝	59.09	52.83	48.95	47.80	55.88	54.32
铜	45.14	41.54	46.74	44.38	50.90	44.37
铅锌	61.86	68.41	66.33	70.49	75.15	70.92
黄金	52.43	49.35	54.22	55.88	48.66	45.50
稀有金属	112.36	98.01	99.45	98.21	110.80	103.85
稀土	206.75	151.47	131.43	117.06	167.87	171.30
钨	110.05	104.34	104.13	111.95	118.39	103.12
锂	158.40	170.21	165.42	155.68	218.18	198.81
钴	102.45	108.54	113.44	116.95	107.21	107.92
其他稀有小金属	68.58	55.52	61.73	61.12	65.80	60.61
金属非金属新材料	113.64	105.48	109.84	101.87	109.60	110.59
金属新材料	96.16	88.25	94.93	90.10	88.83	93.82
磁性材料	158.96	139.24	135.69	123.98	151.10	147.97
非金属新材料	122.04	122.68	125.33	112.50	136.20	123.14

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(七) 行业现金流状况持续改善

2025 年二季度有色金属行业整体经营性现金流状况继续好转。具体来看，A 股有色金属行业整体 2025Q2 经营净现金流较 2024Q2 同比增长 21.95%，较 2025Q1 环比增长 211.45%。这是 A 股有色金属行业整体经营性净现金流连续第四个季度实现同比增长。由于有色金属行业的回款周期与季节性因素，有色金属企业在二季度的现金流往往要好于一季度，但 2025Q2 行业经营性现金流较 2024Q2 同比增长，且 A 股有色金属行业整体经营性净现金流连续第四个季度实现同比增长，仍显示出有色金属企业现金状况的持续好转。从子行业来看，黄金、铅锌、金属新材料板块的经营性现金流状况在 2025Q2 同比有较大的提升。

表9：A 股有色金属行业整体经营净现金流同比与环比增速

行业	单季度经营性净现金流同比增速			单季度经营性净现金流环比增速		
	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q4	2025Q1	2025Q2
有色金属行业整体	20.22%	55.22%	21.95%	27.73%	-71.87%	211.45%
工业金属	19.95%	200.86%	15.70%	12.18%	-50.42%	102.55%
铝	2.96%	86.46%	-8.10%	-8.03%	-22.61%	36.10%
铜	46.64%	1883.14%	27.39%	23.87%	-62.09%	131.40%
铅锌	-64.84%	-51.75%	48.32%	6.75%	-49.92%	554.33%
黄金	37.87%	-112.26%	270.82%	14.81%	-105.99%	1870.21%
稀有金属	47.83%	-150.37%	-18.97%	100.47%	-107.12%	744.48%
稀土	-205.69%	112.19%	-54.77%	-185.71%	114.72%	356.15%
钨	-26.95%	-573.42%	12.94%	178.47%	-140.64%	257.68%
锂	-42.01%	-118.99%	-5.99%	14.03%	-125.64%	542.25%
钴	1063.07%	33.75%	-62.49%	611.41%	-86.65%	-42.14%
其他稀有小金属	92.80%	-399.40%	9.83%	50.44%	-121.29%	323.96%
金属非金属新材料	-32.51%	23.86%	-7.62%	151.79%	-110.31%	592.43%
金属新材料	-23.08%	392.88%	67.32%	402.91%	-72.57%	166.87%
磁性材料	-24.06%	-1000.82%	-65.67%	15.82%	-110.80%	340.70%
非金属新材料	-46.66%	-95.23%	-22.83%	263.73%	-162.29%	165.39%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2025Q2 经营性现金流量占营业收入比为 8.90%，环比上升 5.57 个百分点，且要好于历史上行业的同期平均水平。我们用经营性现金流占营业收入的比值来测算上市公司营业收入的含金量。尽管因有色金属行业的回款周期与季节性原因，A 股有色金属行业 2025Q2 经营性现金流量占收入比较 2025Q1 环比上升 5.57 个百分点至 8.90%，但该数据仍好于去年同期，也要高于 2010 年以来的历史同期平均水平，显示有色金属行业上市公司 2025 年二季度的营业收入含金量有所上升。

图19: 2025Q2A 股有色金属行业整体现金流占收入比重高于历史同期平均水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看, 铜、铅锌、黄金、锂、其他稀有小金属、金属新材料板块 2025Q2 的现金流量占收入比同比、环比皆有上升, 而钴板块是二季度 A 股有色金属行业所有子行业中现金流量占收入的比重同环比均有下降的子行业。

表10: 2025Q2A 股有色金属行业现金流量占收入比重

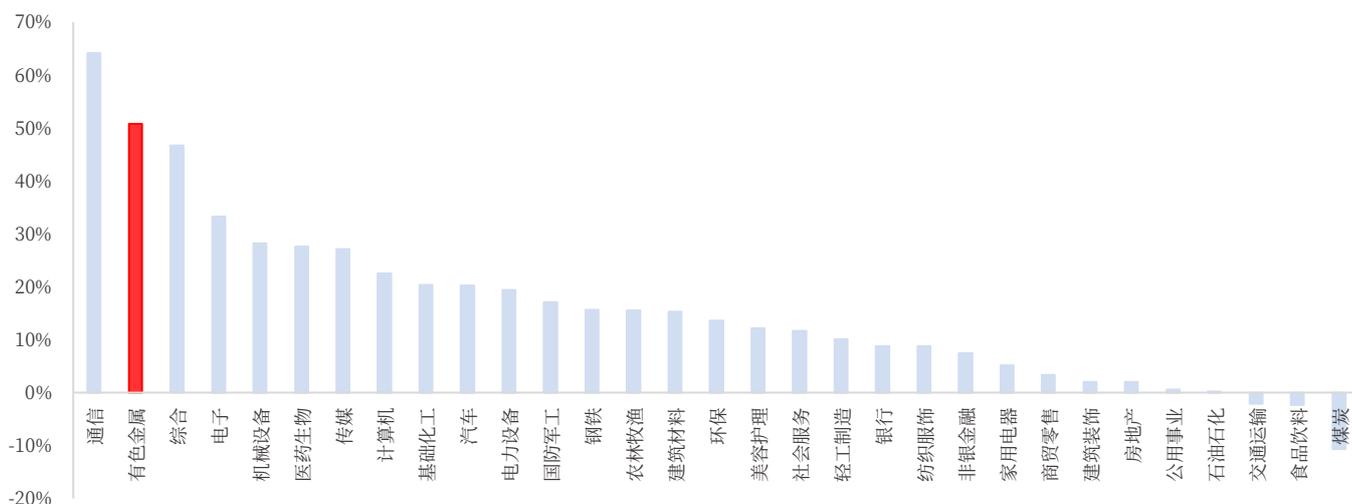
	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	9.03%	11.30%	3.33%	8.90%	11.30%	-2.35%	5.37%
工业金属	8.52%	9.35%	5.00%	8.68%	11.55%	-4.29%	4.78%
铝	13.38%	11.89%	10.16%	12.86%	18.30%	-5.31%	7.74%
铜	7.50%	9.08%	3.74%	7.18%	10.28%	-8.99%	3.33%
铅锌	3.75%	4.09%	1.95%	11.81%	17.91%	-8.10%	6.37%
黄金	13.83%	17.25%	-0.83%	11.87%	18.14%	-2.70%	7.34%
稀有金属	9.88%	18.79%	-1.45%	8.12%	21.30%	-9.72%	6.26%
稀土	8.31%	-5.78%	1.14%	5.00%	54.35%	-40.15%	4.18%
钨	6.23%	16.64%	-7.37%	9.22%	44.44%	-29.88%	4.90%
锂	26.56%	30.29%	-9.75%	39.99%	64.96%	-27.20%	21.17%
钴	7.41%	52.19%	6.20%	3.30%	56.04%	-24.02%	7.44%
其他稀有小金属	9.43%	14.04%	-3.13%	5.80%	18.64%	-11.04%	4.43%
金属非金属新材料	6.05%	13.80%	-1.50%	7.06%	29.32%	-17.61%	5.88%
金属新材料	2.31%	10.40%	2.86%	7.88%	31.27%	-17.08%	3.86%
磁性材料	18.11%	19.38%	-2.47%	5.43%	41.49%	-24.88%	5.97%
非金属新材料	5.23%	17.43%	-11.75%	6.41%	58.83%	-44.23%	7.74%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(八) 行业估值处于历史低位

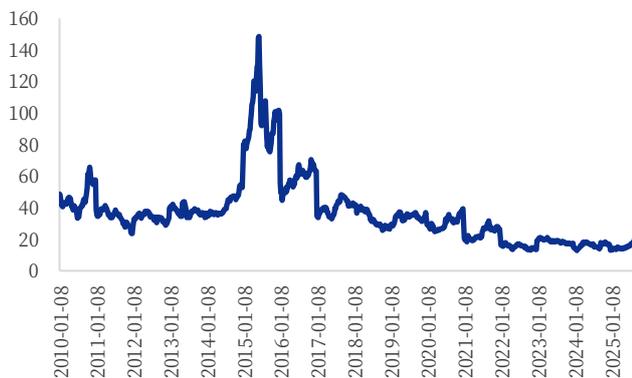
A 股有色金属行业整体估值仍处于历史低位。A 股有色金属行业年初至今上涨 50.78%，涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 2 位。尽管年初至今 A 股有色金属行业指数有所上涨，但 2025 年上半年 A 股有色金属行业业绩的提升，在一定程度上消化了 A 股有色金属行业的估值扩张。假若以 A 股有色金属行业整体 2025 年半年报业绩乘以 2，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 19.78x，市净率为 2.87x，仍要低于 2010 年以来有色金属行业 36.66x 的市盈率与 2.96x 的市净率估值中枢。从历史上看，目前 A 股有色金属行业估值仍处于低位。

图20：2025 年至今 A 股有色金属行业涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 2 位



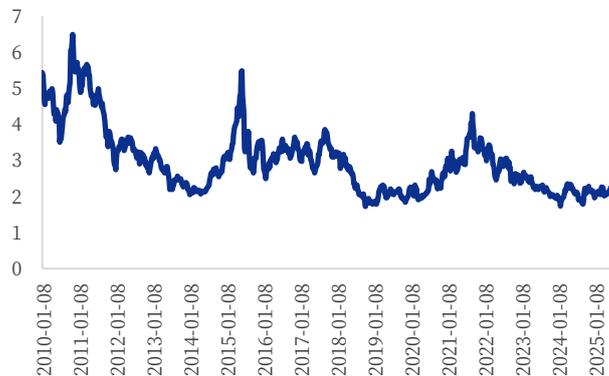
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：A 股有色金属行业整体市盈率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：A 股有色金属行业整体市净率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、投资建议

美国就业市场下行风险加剧，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上对美联储重启降息做了谨慎，市场对美联储 9 月降息的预期升温。美联储降息预期上行，将驱动历史上以美联储政策利率作为增减持黄金指引的全球黄金 ETF 基金加速购买黄金，；叠加美国总统特朗普对美联储独立性干预下或将损害美元、美债信用，或将触发更多避险资金配置黄金，推动金价的上涨，建议关注 A 股黄金龙头标的中金黄金、山东黄金、赤峰黄金、山金国际、湖南黄金。

中美关税贸易争端与地缘冲突加剧的时代背景下，稀缺金属战略价值提升，我国加紧控制稀土，国内《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》落地，并加强出口管制，国家对稀土供给和价格控制力进一步增强，我国稀土行业呈现出更为明确的全球垄断格局。2025Q3 海外补库需求下稀土磁材消费提升，刺激上游稀土价格保持强势上涨态势，磁材或也将量价齐升，建议关注稀土磁材龙头北方稀土、中国稀土、金力永磁、宁波韵升。

四、风险提示

- 1) 国内经济复苏低于预期的风险；
- 2) 美联储降息低于预期的风险；
- 3) 中美贸易战高于预期的风险；
- 4) 有色金属下游需求不及预期的风险；
- 5) 有色金属价格大幅下跌的风险。

图表目录

图 1: 2025 年上半年 A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速	4
图 2: 2025Q2 单季度 A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速	4
图 3: A 股有色金属行业上市公司 2025 年上半年业绩增速分布 (家数)	5
图 4: A 股有色金属行业上市公司 2025Q2 业绩增速分布 (家数)	6
图 5: A 股有色金属行业整体累计营业收入增速	7
图 6: A 股有色金属行业整体累计业绩增速	7
图 7: A 股有色金属行业整体单季度营业收入增速	7
图 8: A 股有色金属行业整体单季度业绩增速	7
图 9: 中国有色金属行业景气指数	7
图 10: 2025Q2A 股有色金属行业整体 ROE 水平环比上行	10
图 11: A 股有色金属行业整体销售利润率	11
图 12: A 股有色金属行业整体资产周转率	11
图 13: 2025Q2A 股有色金属行业整体销售毛利率环比上行	12
图 14: A 股有色金属行业整体四项期间费用率水平	12
图 15: A 股有色金属行业整体其他费用率水平	12
图 16: Wind 有色金属价格指数与贵金属价格指数	13
图 17: A 股有色金属行业整体库存占总资产比重	14
图 18: A 股有色金属行业整体库存周转天数上升	15
图 19: 2025Q2A 股有色金属行业整体现金流占收入比重高于历史同期平均水平	17
图 20: 2025 年至今 A 股有色金属行业涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 2 位	18
图 21: A 股有色金属行业整体市盈率水平	18
图 22: A 股有色金属行业整体市净率水平	18
表 1: 接近七成 A 股有色金属行业上市公司 2025 年上半年业绩同比增长	5
表 2: A 股有色金属行业上市公司 2025Q2 业绩同比分布占比	6
表 3: A 股有色金属行业单季度营业收入同比增速与归母净利润同比增速	8
表 4: A 股有色金属行业单季度收入环比增速与归母净利润环比增速	9
表 5: A 股有色金属行业 ROE 水平	10
表 6: 2025Q2 资产周转率提升, 驱动 A 股有色金属行业整体 ROE 水平环比上行	11
表 7: A 股有色金属行业毛利率水平	13
表 8: A 股有色金属行业存货周转天数 (天)	15
表 9: A 股有色金属行业整体经营净现金流同比与环比增速	16
表 10: 2025Q2A 股有色金属行业现金流量占收入比重	17

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn