

2025 年镍、不锈钢价格先扬后抑，截至目前均已跌至 5 年内低位。预计 2026 年，镍、不锈钢均呈现供需双肉的态势，但需关注宏观环境及政策方面发生较大变动。……

# 新能源&有色组行业镍不锈钢年报

## 宏观诡谲 需求难启

### 本期分析研究员



**陈思捷**

从业资格号 F3080232  
投资咨询号 Z0016047



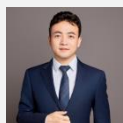
**师橙**

从业资格号 F3046665  
投资咨询号 Z0014806



**封帆**

从业资格号 F03139777  
投资咨询号 Z0021579



**王育武**

从业资格号 F03114162  
投资咨询号 Z0022466



## 宏观诡谲 需求难启

研究院 新能源&有色组

研究员

**陈思捷**

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

**师橙**

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

**封帆**

电话: 021-60827969

邮箱: fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

**王育武**

电话: 021-60827969

邮箱: wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

**联系人**

**蔺一航**

电话: 021-60827969

邮箱: linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149740

**投资咨询业务资格:**

**证监许可【2011】1289号**

### 策略摘要

2025 年镍、不锈钢价格先扬后抑，截至目前均已跌至 5 年内低位。年初印尼矿端扰动事件频发，价格均有较大涨幅，但在美对华关税的影响下，价格又迅速回落。下半年镍、不锈钢价格均呈震荡走跌态势，镍价与美元指数呈较强的反相关性，不锈钢价格基本跟随镍价走势。年末在美联储降息的反复中，价格先探底后回升，但整体仍呈底部震荡态势。预计 2026 年，镍、不锈钢均呈现供需双肉的态势，但需关注宏观环境及政策方面发生较大变动。

### 核心观点

#### ■ 镍:

**价格行情:** 2025 年 LME 与 SHFE 镍价全年呈震荡下行态势，LME 镍价从年初开盘 15,365 美元/吨跌至最低的 13,865 美元/吨，SHFE 镍价从 124,500 元/吨下探至最低 113,980 元/吨。整体来看，受下游需求不景气的影响，国内镍价走势弱于海外。分时间来看，3 月受印尼以及菲律宾镍矿政策变化影响，镍价快速冲高，随后 4 月美国宣布征收对等关税，导致全球经济陷入恐慌，引发镍价大幅跳水，而随着美国宣布暂停对等关税政策，镍价反弹并维持震荡；下半年镍价整体呈现震荡走弱的格局，核心矛盾是供需失衡进一步加剧，印尼 RKAB 采矿配额大幅释放带动镍矿及中间品供应激增，国内精炼镍产量同比大幅增长，全球显性库存持续攀升至近五年新高形成强力压制，而不锈钢“旺季不旺”、新能源电池对镍的需求增长不及预期的“双弱”格局未改，尽管美联储降息落地、印尼出台限制新增冶炼项目的新政等因素短期提振市场情绪，但均难以扭转过剩基本面，价格重心持续下移并在低位震荡。目前镍价已处 5 年内低位，预计下方空间有限。

**矿端:** 2025 年印尼、菲律宾扰动事件频发。年初印尼地区雨季影响下，当地采矿和运输活动受到制约，叠加 RKAB 配额审批缓慢，造成了当地镍矿供给紧张、镍矿价格持续走高。但进入 7 月份之后，雨季影响逐渐消退，RKAB 补充配额也陆续批复到位，因此镍矿价格迅速回落。由于当地政府想要提升低迷的镍价，年末印尼实施了一系列措施以限制镍矿的产能扩张，包括打击非法采矿、RKAB 重回一年一审等等。而菲律宾地区 4 季度进入雨季，镍矿主产区面临生产、运输受阻的现象。但整体来看，2025 年镍矿供给稳中有升，下半年价格基

本保持稳定。

**精炼镍:**2025 年 1-11 月,国内精炼镍产量达到 36.9 万吨,同比增加 21.8%。库存方面,截至 2025 年 10 月 31 日,全球镍库存达 30.34 万吨,较年初增加 9.5 万吨(+45.3%),同比增加 12 万吨(+65.7%),创近 5 年同期新高。其中,LME 方面,从 2024 年 12 月 31 日的 16.05 万吨飙升至 2025 年 11 月 27 日的 25.55 万吨,增幅 59.2%,接近 2021 年历史高点;上期所 11 月 27 日库存 3.35 万吨,较年初增加约 0.7 万吨,增长幅度 26.4%。精炼镍产能释放、利用率维持高位,房地产等传统行业行业低迷、不锈钢消费增长不及预期,供需矛盾持续加剧,是导致库存不断攀升的主要原因。

**镍中间品及硫酸镍:**2025 年得益于新能源领域的强势,镍中间品及硫酸镍价格走势相对较强。但从长期维度来看,供应端方面,硫酸镍新增投产项目的产能持续释放,将支撑其供应量逐步扩张。需求端层面,受下游磷酸铁锂市场对三元市场的持续挤压影响,硫酸镍的需求增长将持续面临压力,市场当前供需过剩的格局尚未发生改变。成本端视角下,伴随海外原生料(MHP、高冰镍)项目的陆续投产与产能释放,后续镍盐原料市场的供应将趋于宽松,原料价格预计呈下行态势,成本端对硫酸镍的支撑力度将有所减弱。综合来看,硫酸镍价格在后续市场中预计将延续偏弱运行的态势。

**镍铁:**2025 年 1-10 月,中国镍生铁产量为 25.6 万吨,同比下降 10%;印尼产量 140.2 万吨,同比上升 16.7%;中印两地合计 165.8 万吨,同比上升 11.6%。国内高镍生铁冶炼厂长期处于成本倒挂状态,开工率维持低位运行,预计 2025 年全年产量将同比下滑 18.03%。反观印尼,在成本优势支撑下,预计印尼高镍生铁产量将维持增长预期,同比 2024 年增加 17.42%。印尼高镍生铁产量仍将主导镍生铁供应市场,预计 2025 年全球高镍生铁产量将同比增加 12.06%,其中印尼高镍生铁产量占据全球产量的 88.94%。整体来看,今年 NPI 供应呈小幅过剩状态,得益于不锈钢产量维持高位,2025 年 11 月份 NPI 库存水平保持在 3 万镍吨附近,较去年同期相比基本持平。

## 策略

短期可关注美联储降息落地导致镍价反弹,中长线维持逢高卖出套保思路。

## 风险

印尼政策变化,地区地缘风险



## ■ 不锈钢：

**价格行情：** 不锈钢方面，全年走势基本跟随镍价，整体呈震荡下行态势。上半年先扬后抑，核心驱动因素为印尼镍矿政策调整与贸易战双重扰动；下半年，国内“反内卷”政策短暂提振市场，引发不锈钢价格有所反弹，但房地产等下游行业持续萎靡，三元电池装车比例也降至 20% 左右，导致需求端始终疲软，供需弱格局难以逆转，价格震荡下行，持续向成本线靠拢。目前不锈钢价格已处 5 年内低位，预计下方空间有限。

**供给端：** 据 SMM 统计，2025 年我国不锈钢有效产能达到 5748 万吨，较上一年增长超过 400 万吨。同时，印尼方面也成为不锈钢产能新的增长点，以印尼青山为例，其 Morowali 园区 58 条产线中已有 55 条投产，Wedabay 园区 72 条产线中 70 条已投产。印尼政府为限制镍铁等中间品新建项目，2025 年 11 月实施《第 28 号政府条例》，强制资本投向不锈钢等高附加值环节，预计未来印尼地区不锈钢供给占比将持续提升。产量方面，2025 年 1-10 月，中国+印尼合计产出 4139 万吨不锈钢，与去年同期相比增长 2.1%。其中，中国方面不锈钢产能利用率始终维持在 70% 左右高位，导致国内不锈钢产量同比增长 2.6% 左右；而印尼方面，由于新增产能仍处调试期，产量增长并不明显，仅较去年微增 1 万吨左右。分品种来看，200、300 系不锈钢保持增长，同比分别增长 5.3% 和 8.7%，而 400 系不锈钢微跌 0.5%。由于价格持续低迷，四季度不锈钢厂减产消息频传，但 11 月实际减产量有限且集中于 200 系，300 系、400 系产量稳定，预计供给仍处高位。

**终端需求：** 2025 年地产板块作为不锈钢核心的应用领域，表现持续低迷。1-10 月全国房地产开发投资 73,563 亿元，同比下降 14.7%；房屋新开工面积 49,061 万平方米，同比下降 19.8%；竣工面积 34,861 万平方米，下降 16.9%。而家电行业 2025 年表现亮眼。得益于以旧换新、能效升级等政策的推动，2025 年中国家电市场规模达 1.8 万亿元，同比增长 3%-5%，其中，更新需求占比超 60%，成为市场核心驱动力，存量换新成主流。

## 策略

区间操作为主

## 风险

国内相关经济政策、房地产政策变动，印尼政策变动，新任美国总统计划出台的一系列政策。

## 目录

策略摘要 .....	2
核心观点 .....	2
一、2025 年镍不锈钢价格在宏观持续扰动下震荡探底 .....	9
二、镍矿 .....	10
2.1 印尼扰动因素增多，镍矿价格稳中有涨 .....	10
2.2 菲律宾供应充足，往印尼发运量持续增加 .....	11
2.3 高成本产能出清后，硫化镍矿供应基本保持稳定 .....	12
三、精炼镍 .....	13
3.1 国内产量同比提升，来自俄罗斯、挪威进口量大增 .....	13
3.2 供需失衡，精炼镍库存已增至 5 年内高位 .....	14
四、镍中间品及硫酸镍 .....	15
4.1 新能源需求爆发，中间品产量、价格双双上扬 .....	15
4.2 硫酸镍供给紧张，利润有所改善，但长期趋势偏软 .....	16
五、镍铁 .....	17
5.1 全年产量增长较大，印尼供给占比持续上升 .....	17
5.2 镍铁价格受库存影响震荡下滑，已贴近成本线附近 .....	18
六、不锈钢 .....	19
6.1 产能持续释放，供给量稳定增长 .....	19
6.2 不锈钢库存维持高位，并有重新累库的趋势 .....	21
6.3 成本保持稳定，利润返正仍较为艰难 .....	21
七、终端需求 .....	22
7.1 传统板块中，地产低迷、家电亮眼，整体仍呈下降趋势 .....	22
7.2 锂电行业对消费起到推动作用，但三元占比持续下降 .....	23
八、供需平衡 .....	24
8.1 供需双弱情况下，预计 2026 年原生镍供给过剩将小幅收缩 .....	24

8.2 不锈钢行业将在政策引领下改善当前供需格局.....	25
-------------------------------	----

## 图表

图 1：交易所镍价   单位：美元/吨 & 元/吨.....	9
图 2：不锈钢期现价格   单位：元/吨.....	9
图 3：印尼镍矿价格   单位：美元/湿吨.....	10
图 4：印尼镍矿冶炼成本   单位：美元/湿吨.....	10
图 5：菲律宾镍矿价格   单位：元/吨.....	11
图 6：菲律宾镍矿出口量   单位：万湿吨.....	11
图 7：精炼镍月度产量   单位：吨.....	13
图 8：精炼镍月度进出口量   单位：吨.....	13
图 9：精炼镍社会库存   单位：万吨.....	14
图 10：LME 镍库存   单位：吨.....	14
图 11：2025 年印尼中间品产量   单位：万镍吨.....	15
图 12：2025 年印尼中间品价格   单位：美元/镍吨.....	15
图 13：硫酸镍分原料产量   单位：镍吨.....	16
图 14：硫酸镍库存天数   单位：天.....	16
图 15：硫酸镍价格   单位：元/镍吨.....	16
图 16：各原料生产硫酸镍利润率对比   单位：%.....	16
图 17：镍生铁产量   单位：万镍吨.....	17
图 18：中国 NPI 库存   单位：镍吨.....	17
图 19：中国镍铁进口量   单位：万吨.....	18
图 20：2025 年镍生铁企业开工率   单位：%.....	18
图 21：10%-12%高镍生铁价格   单位：元/镍点.....	18
图 22：镍生铁较电解镍升贴水   单位：元/镍点.....	18
图 23：镍生铁利润率   单位：%.....	19
图 24：不锈钢产能统计   单位：元/镍点.....	20
图 25：中国不锈钢产能开工率   单位：%.....	20
图 26：2025 年中印不锈钢产能   单位：万吨.....	20
图 27：2025 年不锈钢分型号产量   单位：万吨.....	20
图 28：不锈钢净出口量   单位：吨.....	20
图 29：自印尼进口量   单位：万吨.....	20
图 30：中国不锈钢社会库存   单位：千吨.....	21
图 31：SHFE 周度库存   单位：吨.....	21
图 32：不锈钢成本统计   单位：元/吨.....	22
图 34：房地产投资完成额   单位：万亿元、%.....	22
图 35：地产新开发面积与竣工面积   单位：%.....	22
图 36：国内家电产量累计同比增速   单位：%.....	23
图 37：国内家电出口累计增速   单位：%.....	23
图 38：国内传统汽车产量   单位：万辆.....	24
图 39：国内新能源车产量   单位：万辆.....	24

图 40：电池产量占比   单位：%	24
图 41：三元前驱体月度产量   单位：吨	24
表 1：印尼镍矿 RKAB 配额公布量   单位：亿湿吨	10
表 2：全球部分硫化矿情况   单位：千金属吨	12
表 3：全球原生镍供需平衡   单位：万镍吨	25
表 4：中国原生镍供需平衡   单位：万镍吨	25
表 5：中国不锈钢供需平衡   单位：万吨	26



## 一、2025 年镍不锈钢价格在宏观持续扰动下震荡探底

2025 年 LME 与 SHFE 镍价全年呈震荡下行态势，LME 镍价从年初开盘 15,365 美元/吨跌至最低的 13,865 美元/吨，SHFE 镍价从 124,500 元/吨下探至最低 113,980 元/吨。整体来看，受下游需求不景气的影响，国内镍价走势弱于海外。分时间来看，3 月受印尼以及菲律宾镍矿政策变化影响，镍价快速冲高，随后 4 月美国宣布征收对等关税，导致全球经济陷入恐慌，引发镍价大幅跳水，而随着美国宣布暂停对等关税政策，镍价反弹并维持震荡；下半年镍价整体呈现震荡走弱的格局，核心矛盾是供需失衡进一步加剧，印尼 RKAB 采矿配额大幅释放带动镍矿及中间品供应激增，国内精炼镍产量同比大幅增长，全球显性库存持续攀升至近五年新高形成强力压制，而不锈钢“旺季不旺”、新能源电池对镍的需求增长不及预期的“双弱”格局未改，尽管美联储降息落地、印尼出台限制新增冶炼项目的新政等因素短期提振市场情绪，但均难以扭转过剩基本面，价格重心持续下移并在低位震荡。

不锈钢方面，全年走势基本跟随镍价，整体呈震荡下行态势。上半年先扬后抑，核心驱动因素为印尼镍矿政策调整与贸易战双重扰动；下半年，国内“反内卷”政策短暂提振市场，引发不锈钢价格有所反弹，但房地产等下游行业持续萎靡，三元电池装车比例也降至 20% 左右，导致需求端始终疲软，供需强弱格局难以逆转，价格震荡下行，持续向成本线靠拢。

截至目前，镍不锈钢价格均已跌至 5 年内低点。

图 1：交易所镍价 | 单位：美元/吨 & 元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2：不锈钢期现价格 | 单位：元/吨



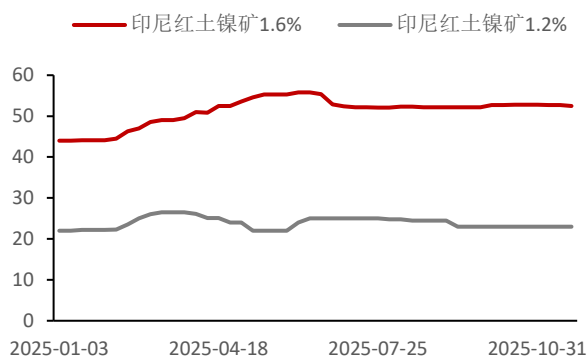
数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 二、镍矿

### 2.1 印尼扰动因素增多，镍矿价格稳中有涨

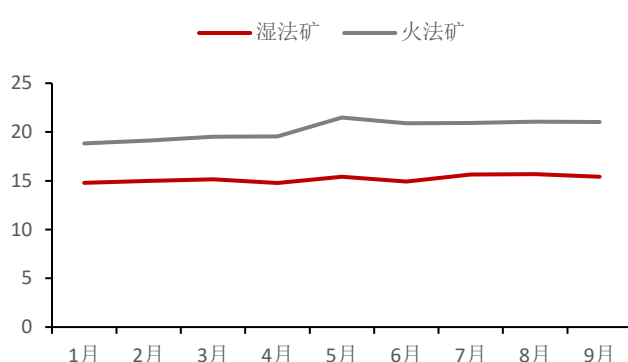
2025 年上半年，印尼苏拉威西与哈马黑地区受到持续的雨季影响，当地采矿和运输活动受到制约，叠加 RKAB 配额审批缓慢，造成了当地镍矿供给紧张、镍矿价格持续走高。但进入 7 月份之后，雨季影响逐渐消退，RKAB 补充配额也陆续批复到位，因此镍矿价格迅速回落。分品种来看，今年高品位火法矿产区受印尼雨季影响较大，而低品位湿法矿供应充足；需求端由于受到明年 RKAB 政策可能导致原料供应受限的影响，部分冶炼企业年末采购量有所增加，预计火法矿升水仍将保持高位运行，湿法矿持稳且下行空间受限。

图 3：印尼镍矿价格 | 单位：美元/湿吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：印尼镍矿冶炼成本 | 单位：美元/湿吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

2025 年，RKAB 总批准量 **3.64 亿吨**湿吨，较 2024 年增长约 14%，共批准 292 个镍矿 RKAB，其中 207 个立即生效，85 个获批但暂不允许生产。但上半年实际产量仅约 1.2 亿吨，配额利用率约 33%，指标供应过剩明显，全年预计实际产量 2.5-2.8 亿吨，远低于获批配额，供需失衡严重。因此，7 月初印尼能矿部宣布计划将 RKAB 从三年制改回一年制，已获批的 2026 年配额全部作废，企业需重新申请，欲以此应对全球镍价下跌与供应过剩问题。此外，自三季度末开始，印尼政府已启动对未遵循能源与矿产资源部（ESDM）合规要求的“非法”矿企进行调查，并派出森林执法工作组对土地使用及许可情况展开审查。尽管短期影响有限，但这一举措预示着未来监管将趋严。预计 2026 年 RKAB 批准量将较今年有所下滑。

表 1：印尼镍矿 RKAB 配额公布量 | 单位：亿湿吨

公布时间	配额量
2025-05-31	2.17
2024-07-22	2.40
2024-07-31	2.40
2024-08-27	2.49
2024-10-15	2.65
2025-01-31	2.98
2025-09-15	3.64

资料来源：公开资料 华泰期货研究院

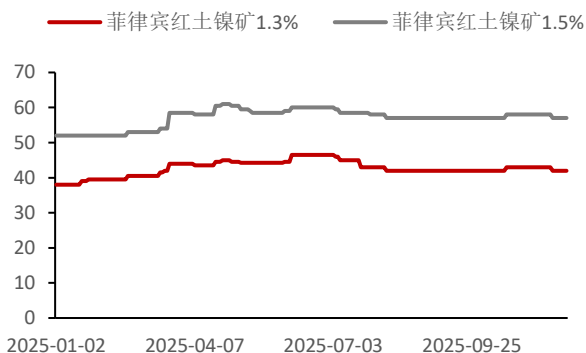
## 2.2 菲律宾供应充足，往印尼发运量持续增加

2025 年菲律宾镍矿价格呈现 "高位震荡-季节性回落-雨季支撑-弱势稳定" 的波动格局。1-3 月，菲律宾主产区雨季接近尾声，出货恢复缓慢，供应偏紧，导致价格稳步攀升；二季度开始，菲律宾全面进入出货旺季，叠加下游 NPI 冶炼厂利润恶化，采购意愿下降，价格从高位回落后呈震荡态势。由于四季度重新进入雨季，菲律宾多处矿产地受到台风天气的影响，虽然供需依然保持过剩状态，但价格得到支撑，仍在高位保持稳定。

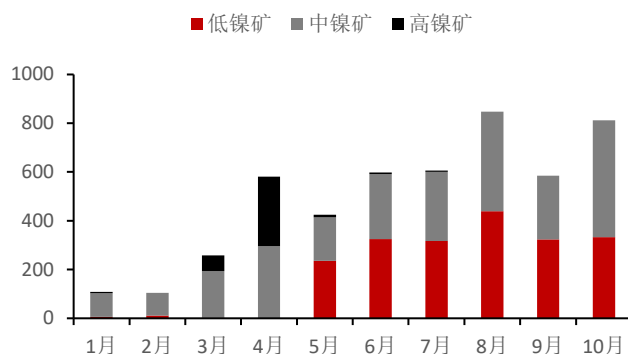
据 SMM 统计，2025 年上半年，菲律宾出口印尼镍矿达到 617 万湿吨，同比 2024 年提高了 158%，主要是由于印尼雨季时间较长以及一系列加强镍资源管控政策的共同影响下，印尼本土镍矿供应偏紧，使得今年印尼对菲律宾镍矿需求量继续增加。从历史发运量来看，去年菲律宾镍矿出口印尼的比例约为 20%，而 2023 年该比例尚不足 2%。预期，在印尼本土雨季和政策双重影响，以及菲律宾今年可出口矿山数量进一步增加的共同作用下，今年菲律宾对印尼的镍矿出口仍有显著增长空间，预计全年出口量将达到 1500 万吨，较 24 年增长 45%。

图 5：菲律宾镍矿价格 | 单位：元/吨

图 6：菲律宾镍矿出口量 | 单位：万湿吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院



数据来源: SMM 华泰期货研究院

## 2.3 高成本产能出清后，硫化镍矿供应基本保持稳定

海外硫化镍矿目前的生产节奏有所放缓，存量产线整体运行趋于稳定。淡水河谷（Vale）在巴西 Onca Puma 熔炉重建后产量提升，加拿大项目也推动其硫化镍产量同比显著增长。俄镍因设备检修一季度产量小幅下滑，当前面临本币升值、融资限制及需求走弱等多重压力。澳大利亚方面，在产项目一季度产量普遍偏低，矿石品位下降推高成本、压制产出，其中必和必拓已基本全面停产，IGO 旗下 Nova 项目虽本季度环比增产，但仍受资源品位制约，预计全年产量处于指引下限，并将于 2026 年四季度因资源枯竭停产。

总体来看，经历 2024 年高成本产能出清后，海外硫化镍矿生产逐步企稳，除个别项目因资源耗尽即将关停外，现有产能预计将维持当前生产水平。未来海外镍供给增长将更多依赖印尼地区的项目推进，以及马达加斯加项目的复产。若印尼矿业政策保持稳定，2026 年起海外镍增量将集中于印尼。

表 2: 全球部分硫化矿情况 | 单位: 千金属吨

公司	国家	矿山 / 冶炼项目	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2
Vale	加拿大	Sudbury	32.2	39.6	38.2	36.2	9.9	8.6
		Thompson	6	10	7.9	10.2	3.6	4.1
		Voisey's Bay	38.2	24.1	13.4	19.4	6.5	8.6
Norilsk	俄罗斯	Polar & Kola	145.8	—	—	—	—	—
	芬兰	Finland	47.2	218.9	206	205	41.6	45.3

BHP	澳大利亚	Nickel West	82.1	75.9	81.4	69.4	29.9 (matte)	0.3
Glencore	加拿大	INO	55	46.2	39.3	43	10.4	11.6
	澳大利亚	MurrinMurrin	30.1	35.7	31.1	34.4	8.4	6.2
	新喀	Koniamboro	17	25.4	27.2	5	0	0
IGO	澳大利亚	Flying Fox	5.7	11.9	10.2	4	0	0
		Spotted Quoll	11.4	-	-	-	0	0
		Nova	28.6	22.9	22	18	4.18	5.1
Boliden	芬兰	Kevitsa	12.9	11.8	9.9	11.5	2.73	3.14
AALP	南非	Platinum	22.3	21.3	21.8	25.7	4.2	6.4
总计	-	-	534.5	543.7	508.4	481.8	91.51	99.4

资料来源：SMM 华泰期货研究院

## 三、精炼镍

### 3.1 国内产量同比提升，来自俄罗斯、挪威进口量大增

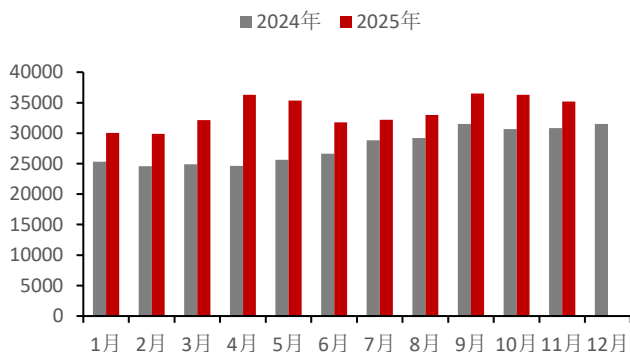
2025 年 1-11 月，国内精炼镍产量达到 36.9 万吨，同比增加 21.8%。从时间上来看，1-4 月由于镍价持续走高，叠加华东、西南地区各有新项目投产，精炼镍产量提升较快；4 月起产能释放见顶回落，行业进入 "去估值 - 去产能" 调整阶段；9、10 月份，由于进入传统消费旺季，精炼镍产量再次提升；而至年末旺季结束、镍价探底，产量再次下滑。

2025 年 1-10 月，国内精炼镍进口量为 19.7 万吨，同比增长 168%，出口量 15 万吨，同比增长 55%，进出口量均有较大幅度增加。其中，来自俄罗斯的进口量达到 7.5 万吨，同比增长 135%，占总进口量比例达到 38%；来自挪威的进口量达到 2.9 万吨，同比增长 486%，占总进口量比例为 15%。

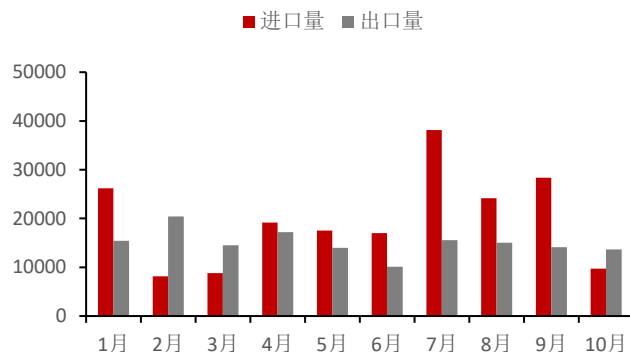
图 7：精炼镍月度产量 | 单位：吨

图 8：精炼镍月度进出口量 | 单位：吨





数据来源：SMM 华泰期货研究院

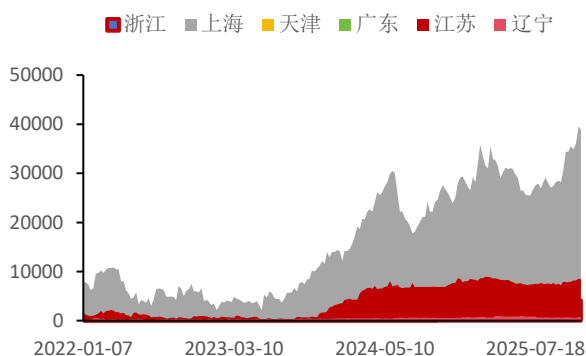


数据来源：SMM 华泰期货研究院

### 3.2 供需失衡，精炼镍库存已增至 5 年内高位

2025 年精炼镍库存增速较快，截至 2025 年 10 月 31 日，全球镍库存达 30.34 万吨，较年初增加 9.5 万吨( +45.3% )，同比增加 12 万吨( +65.7% )，创近 5 年同期新高。其中，LME 方面，从 2024 年 12 月 31 日的 16.05 万吨飙升至 2025 年 11 月 27 日的 25.55 万吨，增幅 59.2%，接近 2021 年历史高点；上期所 11 月 27 日库存 **3.35 万吨**，较年初增加约 0.7 万吨，增长幅度 26.4%。精炼镍产能释放、利用率维持高位，房地产等传统行业行业低迷、不锈钢消费增长不及预期，供需矛盾持续加剧，是导致库存不断攀升的主要原因。

图 9：精炼镍社会库存 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 10：LME 镍库存 | 单位：吨



数据来源：LME 华泰期货研究院

## 四、镍中间品及硫酸镍

### 4.1 新能源需求爆发，中间品产量、价格双双上扬

就 MHP 领域而言，2025 年，印尼大 K 园区内部分 MHP 项目实现产能提升，推动该品类整体产量持续增长。需求端来看，受新能源下游需求复苏影响，部分企业加大 MHP 补库力度；同时，部分即将投产的纯镍企业亦积极开展原料备货工作。供应端层面，当前卖方现货库存处于低位水平，可流通资源相对紧缺，在补库需求的驱动下，卖方持续上调 MHP 系数。此外，硫酸钴价格的上行同样带动 MHP 中钴系数走强。尽管伦镍价格受宏观环境压力与基本面疲软的双重影响，近期出现一定回落，但在 MHP 系数上行的支撑下，其绝对价格整体仍呈现上涨态势。

就高冰镍领域而言，受部分冶炼企业新能源订单增加的影响，高冰镍排产规模有所提升。叠加新项目投产释放产能，自 2025 年 5 月起，印尼高冰镍整体产量呈现增长态势。当前市场现货供应相对紧张，部分贸易商顺势上调报价。需求端，下游部分企业面临原料短缺问题，推动其对高系数原料的接受程度提升，高冰镍系数相应走高。不过，受伦镍价格下行的拖累，2025 年四季度高冰镍绝对价格整体仍呈现下跌走势。

预计自 2026 年第二季度起，随着印尼湿法中间品新项目的陆续投产及产能释放，MHP 整体价格将面临一定下行空间。此外，得益于较低的生产成本，MHP 相较于高冰镍的竞争优势将进一步凸显。预计 2026 年 MHP 在纯镍及三元前驱体领域的渗透率将逐步提升，并将逐步替代高冰镍的部分市场份额。

图 11：2025 年印尼中间品产量 | 单位：万镍吨

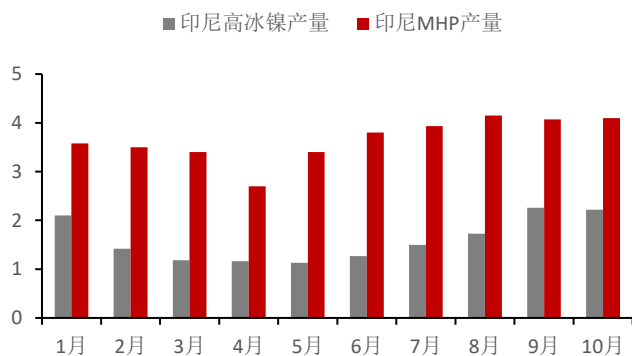
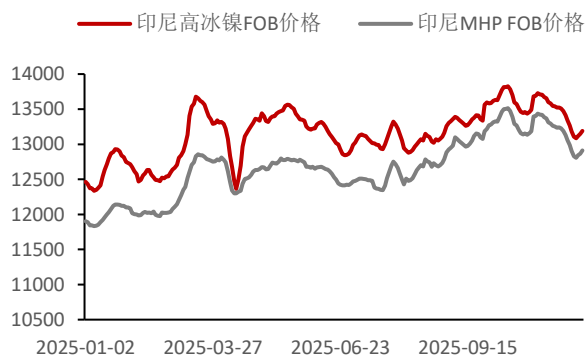


图 12：2025 年印尼中间品价格 | 单位：美元/镍吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

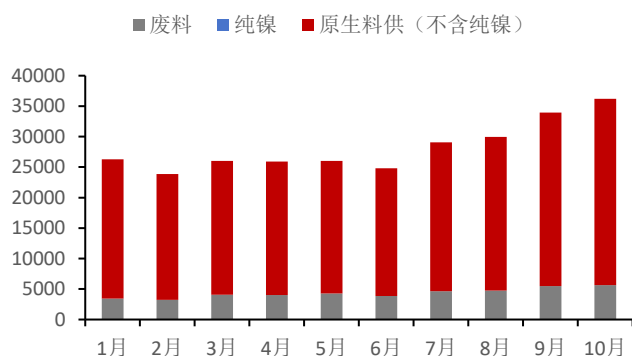
数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 4.2 硫酸镍供给紧张，利润有所改善，但长期趋势偏软

2025 年 1-10 月，硫酸镍产量约为 28.2 万吨，同比减少约 10%。分品种来看，原生料（MHP/MSP/高冰镍）产硫酸镍 23.9 万吨，同比下降 9%，占整体硫酸镍产量 85%；废料产硫酸镍 4.3 万吨，同比下降 12%，占整体硫酸镍产量 15%；而纯镍产硫酸镍为零。产量下降的主要原因师由于年初镍价上涨较快，硫酸镍相对纯镍贴水，导致企业生产硫酸镍动力不强；而进入下半年，部分镍盐厂停、减产且部分三元前驱体企业新增需求较强，硫酸镍市场供需结构偏紧，产业链上下游及一体化企业库存天数持续减少。多重因素导致 7 月份后，硫酸镍价格迅速回升，产量也随之上升。但随着年底消费淡季，需求下滑，镍价大幅跳水，硫酸镍价格也随之下行。

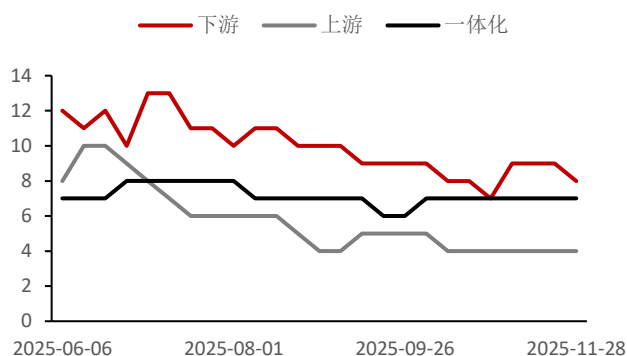
从长期维度分析，供应端方面，硫酸镍新增投产项目的产能持续释放，将支撑其供应量逐步扩张。需求端层面，受下游磷酸铁锂市场对三元市场的持续挤压影响，硫酸镍的需求增长将持续面临压力，市场当前供需过剩的格局尚未发生改变。成本端视角下，伴随海外原生料（MHP、高冰镍）项目的陆续投产与产能释放，后续镍盐原料市场的供应将趋于宽松，原料价格预计呈下行态势，成本端对硫酸镍的支撑力度将有所减弱。综合来看，硫酸镍价格在后续市场中预计将延续偏弱运行的态势。

图 13：硫酸镍分原料产量 | 单位：镍吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

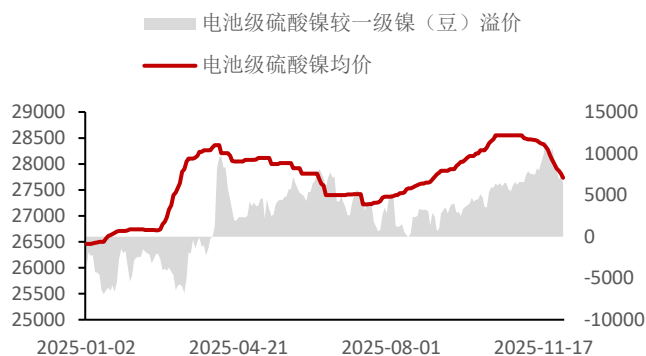
图 14：硫酸镍库存天数 | 单位：天



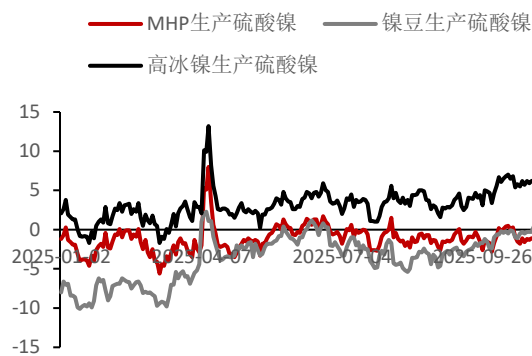
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 15：硫酸镍价格 | 单位：元/镍吨

图 16：各原料生产硫酸镍利润率对比 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院



数据来源：SMM 华泰期货研究院

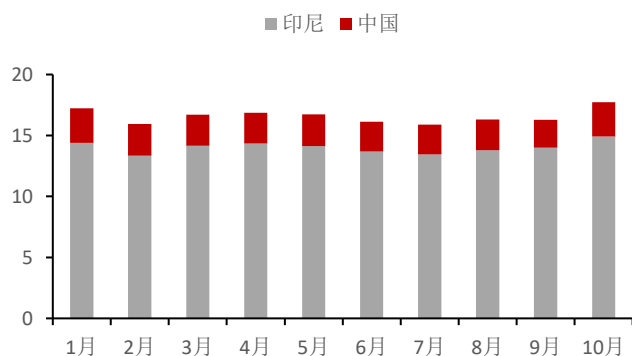
## 五、镍铁

### 5.1 全年产量增长较大，印尼供给占比持续上升

2025年1-10月，中国镍生铁产量为25.6万吨，同比下降10%；印尼产量140.2万吨，同比上升16.7%；中印两地合计165.8万吨，同比上升11.6%。国内高镍生铁冶炼厂长期处于成本倒挂状态，开工率维持低位运行，预计2025年全年产量将同比下滑18.03%。反观印尼，在成本优势支撑下，预计印尼高镍生铁产量将维持增长预期，同比2024年增加17.42%。印尼高镍生铁产量仍将主导镍生铁供应市场，预计2025年全球高镍生铁产量将同比增加12.06%，其中印尼高镍生铁产量占据全球产量的88.94%。

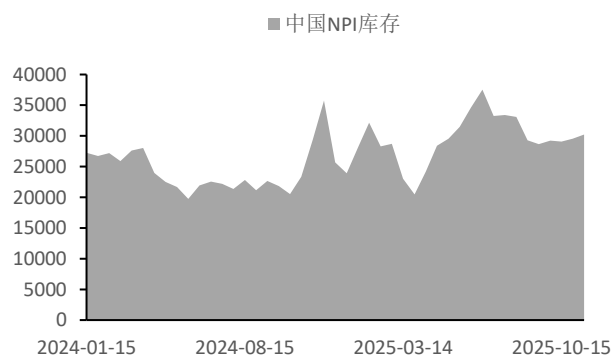
整体来看，今年NPI供应呈小幅过剩状态，1-3季度过剩量5.4万镍吨。得益于不锈钢产量维持高位，2025年11月份NPI库存水平保持在3万镍吨附近，较去年同期相比基本持平。

图 17：镍生铁产量 | 单位：万镍吨



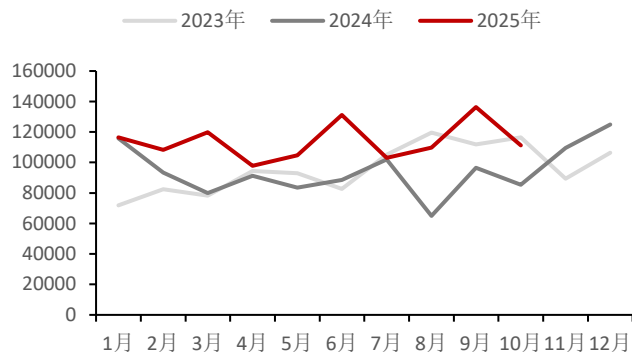
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 18：中国NPI库存 | 单位：镍吨



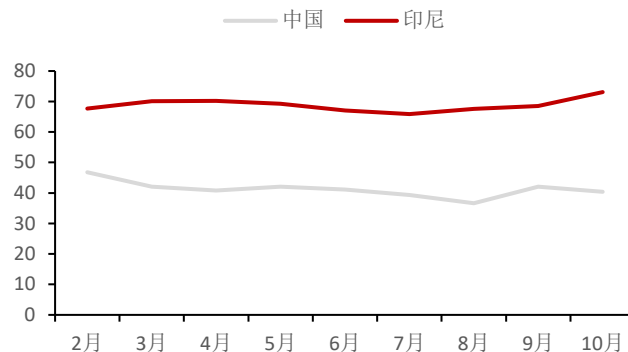
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 19：中国镍铁进口量 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 20：2025 年镍生铁企业开工率 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 5.2 镍铁价格受库存影响震荡下滑，已贴近成本线附近

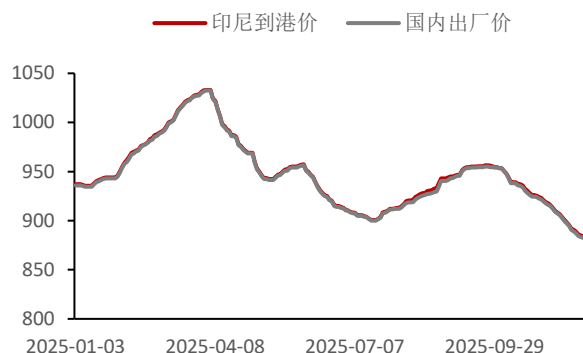
2025 年镍铁价格波动较大。一季度，受印尼 RKAB 配额审批缓慢和雨季影响，矿源紧张，价格获得支撑；二季度由于库存持续走高，市场出现恐慌性抛售，价格开始下行；三季度受下游钢厂恢复高排产带动需求回暖影响；四季度受不锈钢需求低迷影响，价格再度下跌，并出现年内低点。目前供应端，镍生铁产量持续增加，库存充足。需求端来看，终端消费疲软，同时废不锈钢保持经济优势，下游采购意向价继续下跌。高镍生铁上下游分歧加重，市场在淡季看空氛围中继续下行，等待出现明确指引，短期内预计价格仍将逐渐走低。目前镍铁价格已跌至国内大部分厂家成本线以下，印尼方面由于原料价格较低的优势，仍有一定利润，但也已贴近成本线，预计未来下跌空间有限。

与此同时，2025 年镍生铁较电解镍升贴水整体呈收缩态势，高冰镍价格基本保持高位震荡，若持续保持这种态势，预计高镍生铁转产高冰镍的情况将增多。

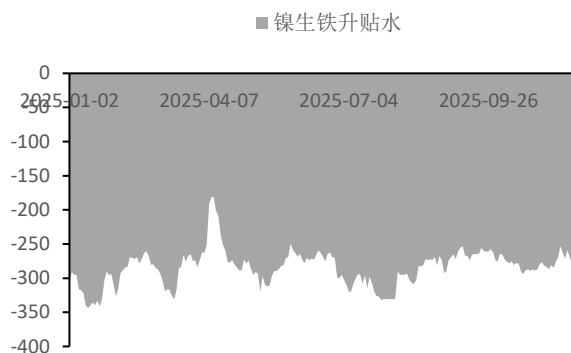
图 21：10%-12%高镍生铁价格 | 单位：元/镍点

图 222：镍生铁较电解镍升贴水 | 单位：元/镍点



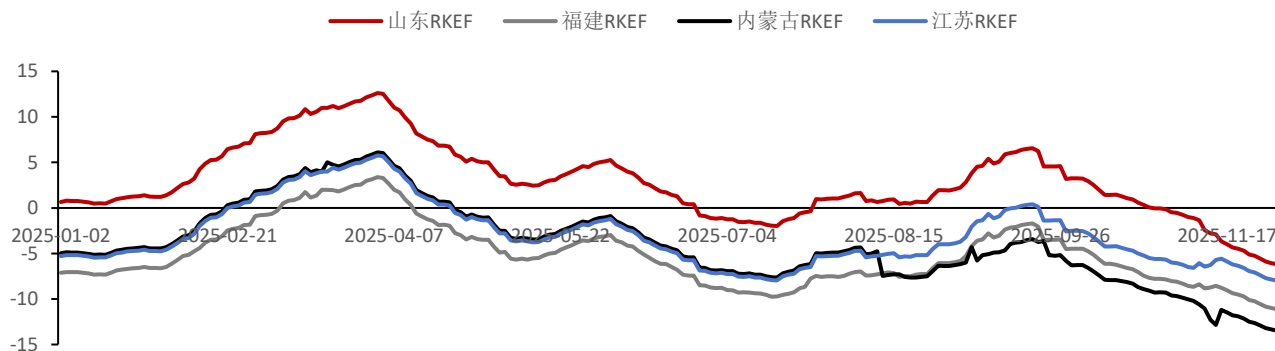


数据来源：SMM 华泰期货研究院



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 23：镍生铁利润率 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 六、不锈钢

### 6.1 产能持续释放，供给量稳定增长

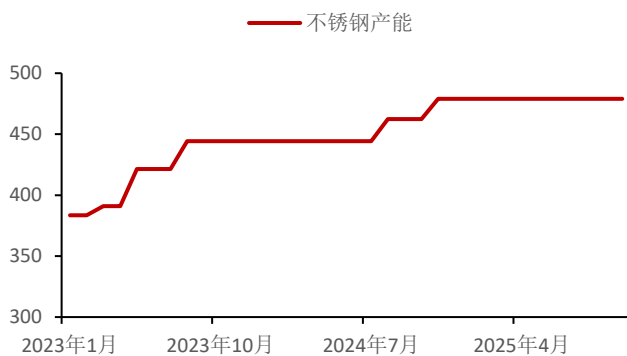
据 SMM 统计，2025 年我国不锈钢有效产能达到 5748 万吨，较上一年增长超过 400 万吨。同时，印尼方面也成为不锈钢产能新的增长点，以印尼青山为例，其 Morowali 园区 58 条产线中已有 55 条投产，Wedabay 园区 72 条产线中 70 条已投产。印尼政府为限制镍铁等中间品新建项目，2025 年 11 月实施《第 28 号政府条例》，强制资本投向不锈钢等高附加值环节，预计未来印尼地区不锈钢供给占比将持续提升。

产量方面，2025 年 1-10 月，中国+印尼合计产出 4139 万吨不锈钢，与去年同期相比增长 2.1%。其中，中国方面不锈钢产能利用率始终维持在 70% 左右高位，导致国内不锈钢产量同比增长 2.6% 左右；而印尼方面，由于新增产能仍处调试期，产量增长并不明显，仅较去年微增 1 万吨左右。分品种来看，200、300 系不锈钢保持增长，同比分别增长 5.3% 和 8.7%，而 400 系不锈钢微跌 0.5%。由于价格持续低迷，四季度不锈钢厂减产消息频传，但 11

月实际减产量有限且集中于 200 系，300 系、400 系产量稳定，预计供给仍处高位。

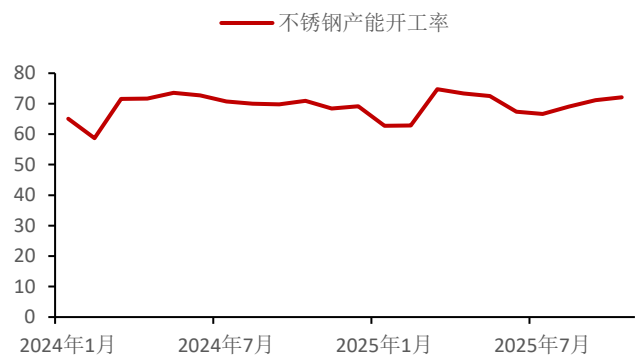
进出口方面，2025 年 1-10 月份不锈钢净出口量达到 288 万吨，同比增长 13.6%。其中出口量 414 万吨，基本与去年保持持平，而进口量为 126 万吨，同比减少 21.4%。进口量的大幅下滑主要是受到了印尼的影响，同期印尼的进口量为 102 万吨，同比下降 24.5%，印尼占总进口的比例仍维持在 80%以上。

图 24：不锈钢产能统计 | 单位：元/镍点



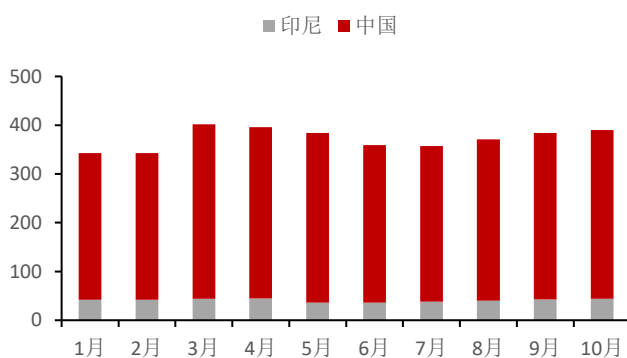
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 255：中国不锈钢产能开工率 | 单位：%



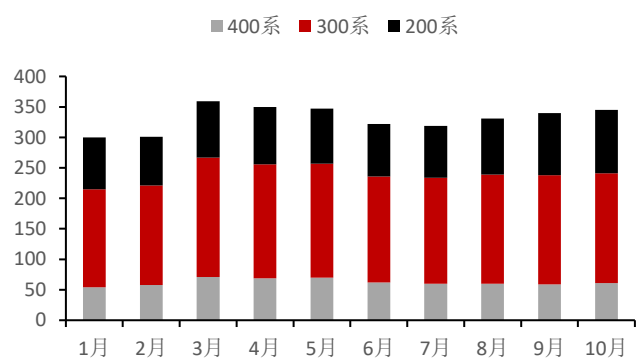
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 26：2025 年中印不锈钢产能 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

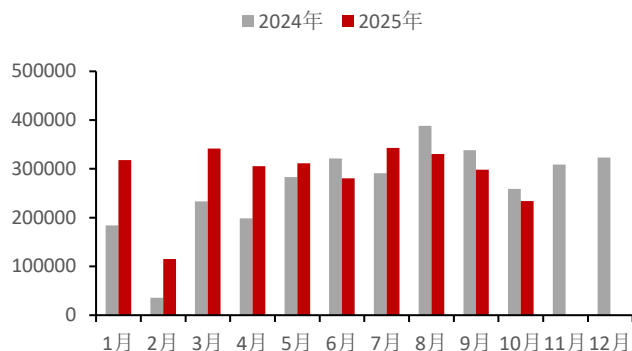
图 277：2025 年不锈钢分型号产量 | 单位：万吨



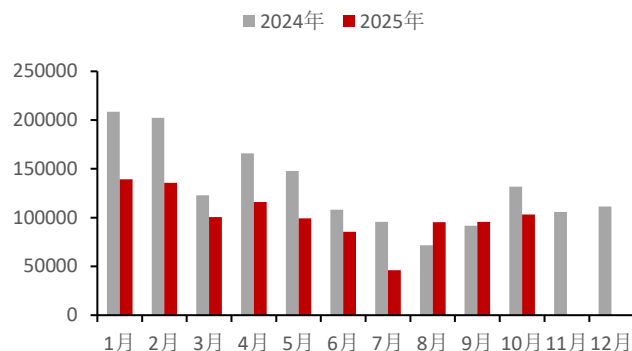
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 288：不锈钢净出口量 | 单位：吨

图 299：自印尼进口量 | 单位：万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

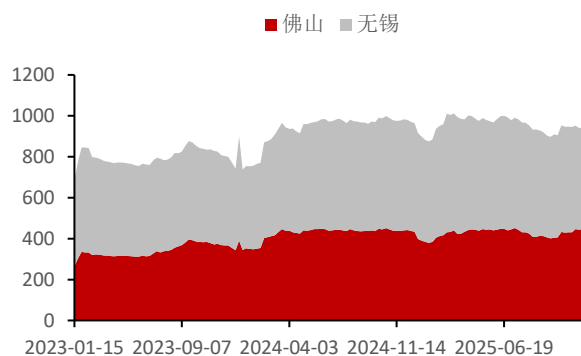


数据来源: SMM 华泰期货研究院

## 6.2 不锈钢库存维持高位，并有重新累库的趋势

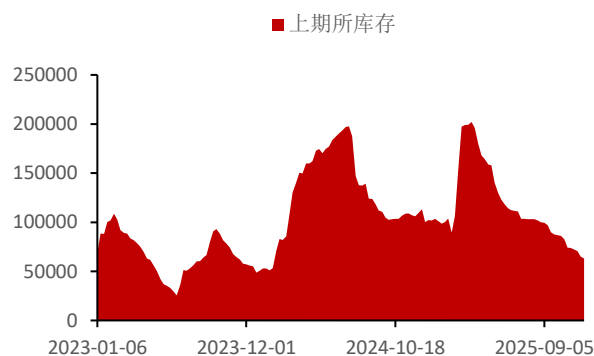
由于供给充足，需求萎靡，2024-2025 年不锈钢社会库存始终处于高位，截至 2025 年 11 月，不锈钢社会库存达到在 95 万吨左右。尽管不锈钢厂积极降价出货，市场成交依然较为冷清，终端客户基本以按需采购为主。而受到不锈钢减产计划执行欠佳，终端消费市场不振、尤其是房地厂行业不景气的影响，预计去库将保持缓慢，高库存的情况将继续维持。

图 30：中国不锈钢社会库存 | 单位：千吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 31：SHFE 周度库存 | 单位：吨



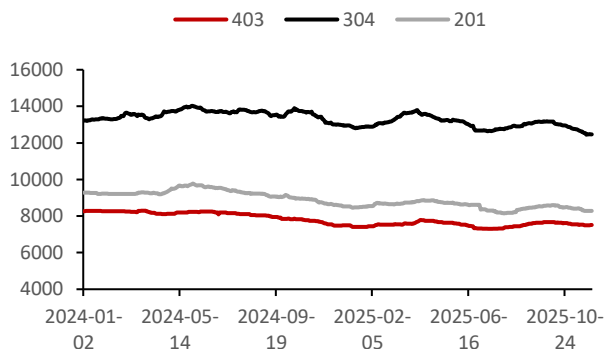
数据来源: SMM 华泰期货研究院

## 6.3 成本保持稳定，利润返正仍较为艰难

由于今年大部分时候原料价格较为坚挺，不锈钢整体成本维持在相对较高位置，而年底原料价格下跌，但不锈钢价格形成共振，因此当前各系不锈钢利润率仍保持基本都为负。由于行业过剩较严重，库存压力也较大，预计短期

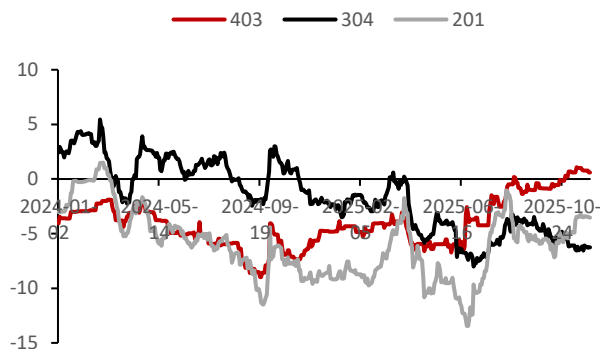
内利润较难改善。

图 32：不锈钢成本统计 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 33：中国不锈钢利润率 | 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 七、终端需求

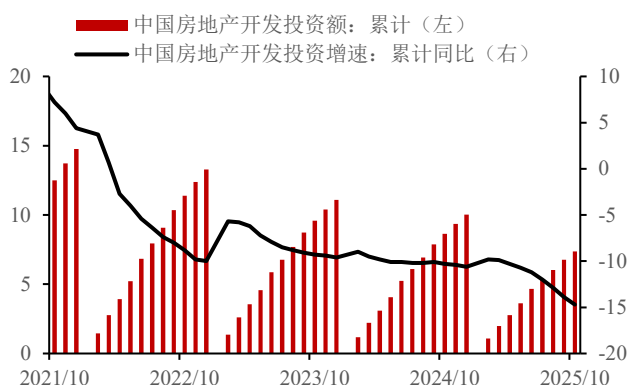
### 7.1 传统板块中，地产低迷、家电亮眼，整体仍呈下降趋势

2025 年地产板块作为镍、不锈钢核心的应用领域，表现持续低迷。1-10 月全国房地产开发投资 73,563 亿元, 同比下降 14.7%(住宅投资降 13.8%); 房屋新开工面积 49,061 万平方米, 同比下降 19.8%; 竣工面积 34,861 万平方米, 下降 16.9%。与此同时, 也可以看到房地产库存持续去化的现象, 商品房待售面积连续 8 个月下降, 住宅新开工面积已低于同期销售面积。随着政策支持和市场调整到位, 地产板块对镍的需求有望逐步恢复, 同时行业也在积极探索低镍替代方案以应对资源和成本挑战。

而家电行业作为镍、不锈钢重要消费领域, 2025 年表现亮眼。得益于以旧换新、能效升级等政策的推动, 2025 年中国家电市场规模达 1.8 万亿元, 同比增长 3%-5%, 其中, 更新需求占比超 60%, 成为市场核心驱动力, 存量换新成主流。分品种来看, 大家电消费稳健增长, 出口表现亮眼, 其中洗衣机出口增长 23.8%; 厨房电器高速增长, 洗碗机、蒸烤箱等新兴品类增速达 15.6%; 小家电受关税影响, 出口承压, 内销平稳。总体来看, 2025 年四大家电对不锈钢需求起到较强的拉动作用, 预计同比增速将达到 5% 左右。

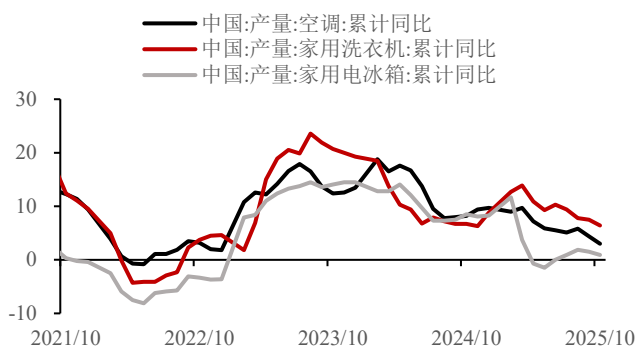
图 33：房地产投资完成额 | 单位：万亿元、%

图 34：地产新开发面积与竣工面积 | 单位：%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 35: 国内家电产量累计同比增速 | 单位: %

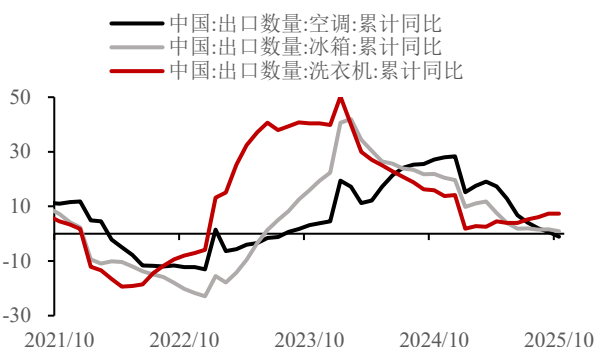


数据来源: Wind 华泰期货研究院



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 36: 国内家电出口累计增速 | 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

## 7.2 锂电行业对消费起到推动作用，但三元占比持续下降

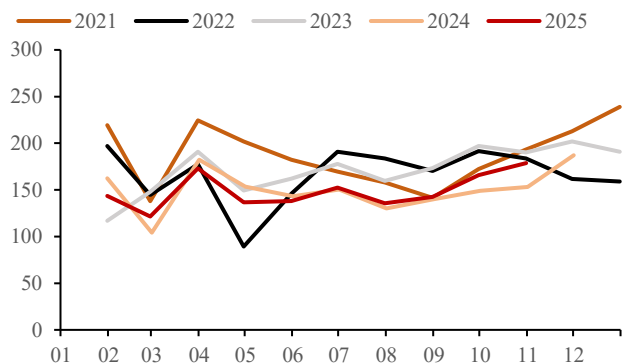
根据中国汽车工业协会发布的最近数据显示，2025 年 1-10 月，我国汽车产销量分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比增长均超过 10%。其中，新能源汽车产销量分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1%和 32.7%。值得注意的是，10 月份新能源汽车月度新车销量，首次超过了汽车新车总销量的 50%，达到 51.6%。在出口方面，今年 1 至 10 月份，新能源汽车出口 201.4 万辆，同比增长 90.4%。新能源汽车产量的迅速提升成为镍消费的重要驱动因素，而随着固态电池、低空飞行器等技术的发展，未来锂电行业在镍终端消费领域的占比将继续提升。

与此同时，根据 SMM 方面数据显示，三元电池在锂电池中的占比持续下降，截至 2025 年 9 月，三元及其他电池的产量占比已跌至 40%左右，磷酸铁锂电池凭借其安全性和经济性的优势，成为了锂电领域的主流。但随着固态电池技术的发展，锂电安全性将得到颠覆性的改善，未来电池仍将朝着



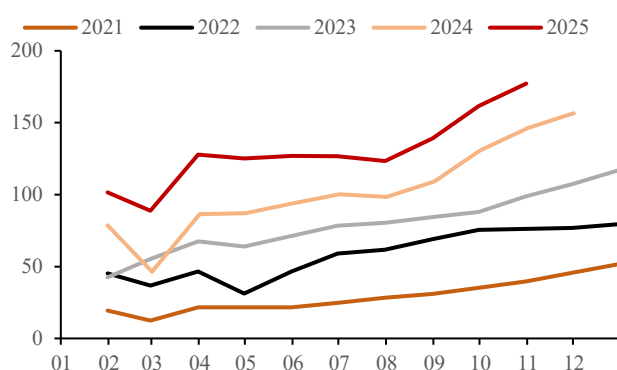
高能量密度的方向发展，因此三元电池仍将在未来的锂电消费中占据重要低位。根据目前的技术进度，预计 2027 年固态电池将实现小批量出货，2030 年实现大规模商业化应用，届时将对镍的消费起到较大的推动作用。

图 37：国内传统汽车产量 | 单位：万辆



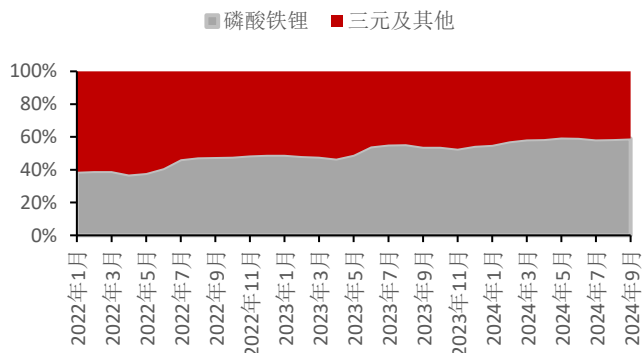
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 38：国内新能源车产量 | 单位：万辆



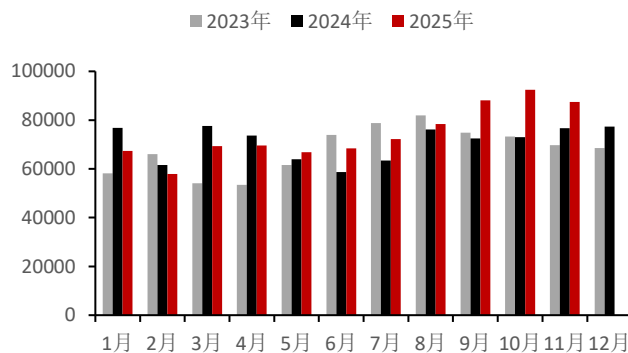
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 39：电池产量占比 | 单位：%



数据来源：乘联会 华泰期货研究院

图 40：三元前驱体月度产量 | 单位：吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

## 八、供需平衡

### 8.1 供需双弱情况下，预计 2026 年原生镍供给过剩将小幅收缩

虽然存在美国对等关税、中欧的不锈钢反倾销措施等一系列不利宏观因素存在，会对镍需求造成不利影响，但考虑到“反内卷”政策对国内产能的限制，以及印尼镍矿供应收紧等因素，也会导致镍供给侧的增量受到一定限制。

此外，无人机、eVTOL 在政策推动下确定性增长，以及固体电池的商业化确定性提升，26 年后锂电池用镍需求恢复增长，会带动一部分镍消费的增长。因此在供需双弱的情况下，预计全球及中国 2026 年原生镍供给过剩的情况将会有小幅收缩。

**表 3: 全球原生镍供需平衡 | 单位：万镍吨**

	镍铁	硫酸镍	纯镍	其他	总供给	不锈钢	锂电池	电镀合金	其他	总需求	供需平衡
2021	190	14	78	8	290	198	27	54	12	291	-1
2022	200	28	81	5	314	199	33	56	11	299	15
2023	205	41	97	5	348	213	36	57	11	317	31
2024	206	42	98	7	353	227	37	59	11	334	19
2025E	209	46	98	7	360	232	36	62	11	341	19
2026E	213	49	105	6	373	237	37	69	12	355	18

资料来源：华泰期货研究院

**表 4: 中国原生镍供需平衡 | 单位：万镍吨**

	总供给	总需求	供需平衡	供给增量	需求增量	供给增速	需求增速
2021	162.29	158.72	3.57	11.67	15.53	7.7%	10.8%
2022	188.4	178.69	9.71	26.11	19.97	16.1%	12.6%
2023	222.71	193.5	29.21	34.31	14.81	18.2%	8.3%
2024	236.11	214.94	21.17	13.4	21.44	6.0%	11.1%
2025E	239	225.5	13.5	2.89	10.56	1.2%	4.9%
2026E	251.5	231.9	19.6	12.5	6.4	5.2%	2.8%

资料来源：SMM 华泰期货研究院

## 8.2 不锈钢行业将在政策引领下改善当前供需格局

不锈钢行业正在面临较强的政策冲击。自 2024 年起，国际上已发布多项针对中国钢铁行业的新关税以及反倾销案，欧盟方面也将于 2026 年起实施 CBAM 碳关税根据生产过程的排放量每吨加收碳费，叠加美国对等灌水的确定性，不锈钢出口将迎来较强的冲击。而国内方面，传统需求趋缓，新兴增长尚弱，同时在“反内卷”政策指引下，不锈钢行业粗放扩张的时代退场。

不锈钢行业将步入结构调整与高质量发展的新阶段，尤其是低效率、高碳

排产能可能迎来出清，同时印尼等东南亚国家正在承接国内的产能转移，预计 2026 年国内不锈钢供给过剩幅度将有所收缩。

**表 5: 中国不锈钢供需平衡 | 单位：万吨**

	产量	同比	净出口	同比	表观消费	实际消费	同比	供需平衡
2021	3255	8.9%	152	-5.0%	3103	3105	9.8%	-2
2022	3239	-0.5%	129	-15.0%	3110	3093	-0.4%	17
2023	3428	5.8%	207	59.9%	3221	3198	3.4%	24
2024	3662	6.8%	317	53.2%	3345	3314	3.6%	32
2025E	3785	3.4%	345	9.1%	3440	3429	3.5%	11
2026E	3860	2.0%	360	4.2%	3500	3495	1.9%	5

资料来源：SMM 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层