

2025 年 04 月 18 日

赣锋锂业 (002460.SZ)

投资评级：增持（首次）

——锂一体化龙头，资源端放量穿越下行周期

证券分析师

田源

SAC: S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

张明磊

SAC: S1350525010001

zhangminglei@huayuanstock.com

田庆争

SAC: S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

陈轩

chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 17 日

收盘价 (元)	30.44
一年内最高/最低 (元)	45.30/24.90
总市值 (百万元)	61,402.59
流通市值 (百万元)	49,078.29
总股本 (百万股)	2,017.17
资产负债率 (%)	52.80
每股净资产 (元/股)	20.71

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **全球锂业龙头，穿越行业下行周期。**赣锋锂业是世界领先的锂生态企业，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，实现锂全产业链布局。公司从中游锂化合物及金属锂制造起步，成功扩大到产业价值链的上下游。公司已完整经历两轮锂价周期，受供过于求格局影响，锂价持续下行导致公司 2024 年业绩出现亏损，公司凭借资源端的放量和全产业链一体化优势有望穿越行业下行周期，迎接第三轮锂价周期。
- **锂矿：锂资源放量在即，打开未来降本空间。**公司目前合计控股及参股的锂资源项目达 16 个，在产项目有 6 个，其中 3 个并表项目均为近两年新建成投产的项目，包括 2023 年 6 月投产的阿根廷 CO 盐湖（4 万吨 LCE 产能），2024 年 12 月投产的非洲马里 Goulamina 锂辉石项目（一期 50.6 万吨锂精矿产能），2025 年 2 月投产的 Mariana 盐湖（2 万吨氯化锂产能）。截至 2024 年年报，公司锂权益锂资源理论自给率达 45%，新项目爬产完成后有望大幅降低公司锂盐成本，公司锂资源储备丰厚，后续锂资源自给率仍有提升空间。
- **锂化学材料：锂盐产能持续扩张，产销量稳步增长。**截至 2024 年年报，公司合计持有锂化学材料产能 27.7 万吨 LCE，其中氢氧化锂产能 13.1 万吨，碳酸锂产能 11.6 万吨，氯化锂产能 3.2 万吨，金属锂产能 0.32 万吨，丁基锂产能 0.2 万吨。公司规划 2030 年形成 60 万吨 LCE 锂产品产能，产能增长仍有翻倍空间。受益于新能源汽车加速渗透，动力锂电池需求高增，公司锂产品产销量稳步增长。公司锂化学材料销量由 2019 年 4.8 万吨增长至 2024 年 13 万吨，其中 2024 年增长 27%。
- **锂电池：锂电池品类齐全，固态电池技术厚积薄发。**依托公司上游锂资源供应及全产业链优势，公司的锂电池业务已覆盖固态锂电池、动力电池、消费类电池、聚合物锂电池、储能电池及储能系统等五大类二十余种产品。公司是行业内唯一一家拥有固态电池上下游一体化能力的企业，公司已在硫化物电解质及原材料、氧化物电解质、金属锂负极、电芯、电池系统等固态电池关键环节具备了研发、生产能力。
- **锂价展望：25 年底部震荡，26 年有望迎来景气上行。**供给端，高锂价驱动行业新一轮资本开支，2023 和 2024 年迎来资本开支顶峰时期，锂格局转变为供过于求，锂价持续下跌，高成本澳矿和国内云母矿正逐步出清。在以旧换新等消费政策下，国内电车需求或超预期，25 年锂过剩幅度有望收窄，我们预计锂价或在 2025 年 7-8 万元/吨底部震荡，26 年有望迎来景气上行。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.5/12.7/28.7 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/+132%/+126%，当前股价对应的 PE 分别为 112/48/21 倍，我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司。公司是全球领先的锂生态企业，多个锂资源项目已投产，爬产完成后公司锂盐成本有望降低，叠加公司锂盐产能持续扩张，固态电池也有望放量，公司的业绩有望企稳回升。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**新建产能进度不及预期风险；新能源汽车需求不及预期风险；锂供给超预期释放风险；市场空间测算偏差风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32,972	18,906	18,981	23,227	28,433
同比增长率 (%)	-21.16%	-42.66%	0.39%	22.37%	22.41%
归母净利润（百万元）	4,947	-2,074	548	1,273	2,873
同比增长率 (%)	-75.87%	-141.93%	126.44%	132.17%	125.68%
每股收益（元/股）	2.45	-1.03	0.27	0.63	1.42
ROE (%)	10.52%	-4.96%	1.30%	2.93%	6.25%
市盈率 (P/E)	12.41	-29.61	111.99	48.24	21.37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.5/12.7/28.7 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/+132%/+126%，当前股价对应的 PE 分别为 112/48/21 倍，我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司。公司是全球领先的锂生态企业，多个锂资源项目已投产，爬产完成后公司锂盐成本有望降低，叠加公司锂盐产能持续扩张，固态电池也有望放量，公司的业绩有望企稳回升。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

锂化学材料业务：伴随新能源汽车渗透率持续提升，锂盐需求将持续增长，我们假设公司 2025-2027 年锂化学材料销量分别增长 25%/20%/20%。由于锂供过于求格局仍未转变，我们预计 25 年锂价维持底部震荡，26 年开始逐步企稳回升，我们假设 25-27 年锂产品销售均价分别为 6.6/7.1/7.5 万元/吨（不含税）。由于公司 CO 盐湖、非洲马里 Goulamina 锂辉石项目和 Mariana 盐湖项目均于近年实现投产，随着这些项目逐步爬产，公司锂资源自给率提升，锂盐单吨成本有望逐步下降，我们假设公司锂产品 2025-2027 年成本为 6.5/6.3/6 万元/吨。

锂电池业务：伴随公司锂电池板块新建产能放量，以及固态电池的放量有望拉高公司锂电池板块毛利率，我们假设公司锂电池业务 2025-2027 年营收增长 20%/15%/15%，毛利率分别为 13%/14%/15%。

投资逻辑要点

公司是全球领先的锂生态企业，多个锂资源项目已投产，爬产完成后公司锂盐成本有望降低，叠加公司锂盐产能持续扩张，固态电池也有望放量，公司的业绩有望企稳回升。

核心风险提示

新建产能进度不及预期风险；新能源汽车需求不及预期风险；锂供给超预期释放风险；市场空间测算偏差风险。

内容目录

1. 全球锂业龙头，穿越行业下行周期	6
1.1. 世界领先的锂生态企业，锂产业链全覆盖	6
1.2. 公司盈利周期性明显，锂价下跌导致公司盈利承压	9
2. 护城河：全产业链布局，资源端放量打开未来降本空间	11
2.1. 锂矿：锂资源放量在即，打开未来降本空间	12
2.2. 锂化学材料：锂盐产能持续扩张，产销量稳步增长	13
2.3. 锂电池制造和回收：品类齐全，固态电池厚积薄发，回收领域行业领先	15
3. 锂行业：过剩幅度收窄，25 年锂价或震荡磨底	17
3.1. 供给端：23 和 24 年为资本开支高峰期，过剩是主旋律	17
3.2. 需求端：大周期启动的核心，国内需求不悲观	19
3.3. 锂价展望：波动收窄，25 年或底部震荡	20
4. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1：赣锋锂业发展历程	7
图表 2：两轮锂价周期中，赣锋锂业股价领先于锂价	8
图表 3：赣锋锂业股权结构（截至 2024 年年报）	8
图表 4：公司历年营收及增速	9
图表 5：公司历年归母净利润及增速	9
图表 6：公司历年毛利及毛利率和净利率	9
图表 7：公司历年总资产及增速	9
图表 8：公司历年费用	10
图表 9：公司历年费用率	10
图表 10：公司 2019-2024 年各业务营收	10
图表 11：公司 2019-2024 年各业务营收结构	10
图表 12：公司 2019-2024 年各业务毛利	10
图表 13：公司 2019-2024 年各业务毛利结构	10
图表 14：公司 2019-2024 年各业务毛利率	11
图表 15：赣锋锂业生态系统	11
图表 16：赣锋锂业直接或间接拥有的锂资源	12
图表 17：赣锋锂业锂资源理论自给率达 45%	13
图表 18：截至 2024 年年报，赣锋锂业锂化学材料产能达 27.7 万吨 LCE	13
图表 19：赣锋锂业锂产品未来新增产能规划	14
图表 20：公司锂化学材料产销量稳步增长	15
图表 21：赣锋锂业锂电池生产基地及产能	16
图表 22：国内锂盐企业资本开支	17
图表 23：海外锂盐龙头资本开支在 2022 年开始大幅提升	17
图表 24：2025 年全球盐湖提锂产量预测	18
图表 25：2025 年全球盐湖提锂产量预测	18
图表 26：全球智能手机出货量	19
图表 27：中国新能源汽车销量及增速	19
图表 28：碳酸锂需求测算	20
图表 29：碳酸锂供需平衡	21

图表 30： 2025 年全球锂完全成本曲线	21
图表 31： 公司盈利拆分	22
图表 32： 可比公司估值表	23

1. 全球锂业龙头，穿越行业下行周期

1.1. 世界领先的锂生态企业，锂产业链全覆盖

公司是世界领先的锂生态企业，锂产品矩阵丰富，实现锂产业链全覆盖。赣锋锂业成立于 2000 年，2010 年于深交所上市，2018 年于港交所上市，是锂行业第一家上市公司及锂行业第一家“A+H”同步上市公司。公司以金属锂、丁基锂、氯化锂和碳酸锂等锂化合物的生产起家，上市之初毛利贡献最大的产品是金属锂，下游主要是新药品/新能源/新材料领域，2009 年公司细分行业收入分别为：新药品 28%（医药抗病毒 20%/医药降血脂 8%），新能源 28%（电池 28%），新材料 42%（精细化工 12%/新型工程材料 11%/石化 9%/稀土 6%/陶瓷 4%）。后续伴随新能源汽车渗透率的快速提升，碳酸锂和氢氧化锂的需求高速增长，公司也不断向锂产业链上下游延伸：1）上游收购锂资源提升锂自给率，目前拥有澳洲 Marion 锂矿 50%权益、非洲马里 Goulamina 锂辉石 65%股权、阿根廷 CO 盐湖 46.67%股权、Mariana 盐湖 100%股权和 PPG 锂盐 100%股权等优质锂资源。2）中游锂产品品类全，且锂盐产能持续扩张，公司拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，2024 年底合计持有锂化学材料产能 27.7 万吨 LCE，2030 年规划产能 60 万吨。3）下游锂电池品类覆盖齐全，固态电池技术厚积薄发，锂电池回收处理能力行业前三。公司成为世界领先的锂生态企业。

图表 1：赣锋锂业发展历程

板块	时间	事件
锂化合物和金属锂	2003	建成金属锂生产基地
	2004	建成国内首条商业化正丁基锂产线
	2007	建成从盐湖卤水提取氯化锂产线
	2009	建成国内首条从卤水直接提取电池级碳酸锂生产线
	2012	完成电池级氢氧化锂开发
	2013	建成万吨锂盐工厂
	2014	电池级氢氧化锂投产
	2017	扩大氢氧化锂、碳酸锂产能
锂资源	2020	马洪工厂三期项目投产，新增 5 万吨电池级氢氧化锂年产能
	2011	投资加拿大矿业公司国际锂业，布局上游矿源；
	2014	投资阿根廷 Mariana 锂-钾卤水矿项目 投资爱尔兰 Blackstair 锂辉石项目（Avalonia 锂辉石项目）
	2015	投资澳大利亚 RIM 公司，获得其 Mount Marion 锂辉石项目权益。
	2016	收购江西西部资源锂业有限公司，获得宁都河源锂辉石矿权益
	2017	投资 Pilbara 公司，获得其澳大利亚 Pilgangoora 锂辉石项目部分权益 投资美洲锂业
	2018	投资 Minera Exar 公司，获得其阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目部分权益
	2019	投资 Bacanora 公司，获得其锂黏土项目公司 Sonora 部分权益
	2020	增持阿根廷 Minera Exar、墨西哥 Bacanora 股权，加速上游布局
	2021	投资非洲马里 Goulamina 锂辉石项目、青海锦泰项目、青海一里坪项目 收购或投资 Lithea 公司（阿根廷 PPG 盐湖项目）、上饶横峰县松树岗钽铌矿项目
	2022	目 阿根廷 Mariana、马里 Goulamina 等海外资源项目开工
	2023	阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖项目正式投产,规划产能 4 万吨碳酸锂 增持非洲马里 Goulamina 项目
	2024	非洲马里 Goulamina 锂辉石一期 50.6 万吨锂精矿项目投产
	2025	阿根廷 Mariana 锂盐湖一期 2 万吨氯化锂项目投产
锂电池	2016	成立固态电池研发中心，并建设全自动聚合物锂电池生产线
	2017	建设第一代固态锂电池研发中试生产线 扩大动力电池产能
	2019	TWS 耳机电池实现自动化量产
	2020	成立江西赣锋锂电科技有限公司，整合赣锋旗下锂电池板块 设立惠州赣锋锂电科技有限公司
	2021	赣锋锂电引入战略投资，首批搭载赣锋固态电池电动车完成交付 收购广东汇创新能源有限公司
	2022	重庆 20GWh 新型锂电池科技产业园等锂电项目开始建设
	2023	固态电池生产基地——重庆赣锋 20GWh 新型锂电池科技产业园完工 首批赛力斯车用固态电池正式交付

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

两轮锂价周期中，公司股价均领先于锂价。锂价当前经历了两轮大周期，分别为2015-2020和2020-至今，这两轮锂价周期均始于新能源需求的高增，分别是新能源汽车的从“0-1”和从“1-10”阶段。新能源需求高增，而资本开支不足导致供需出现缺口，从而驱动锂价大幅上涨，高利润驱动上游资本开支增加，资本开支到产能释放需要时间，在这个供需缺口的时间窗口期就是上涨的主要阶段。公司自上市以来已完整经历了这两轮锂价周期，且公司股价均领先于锂价，当前锂价处于震荡磨底阶段，等待第三轮周期启动。

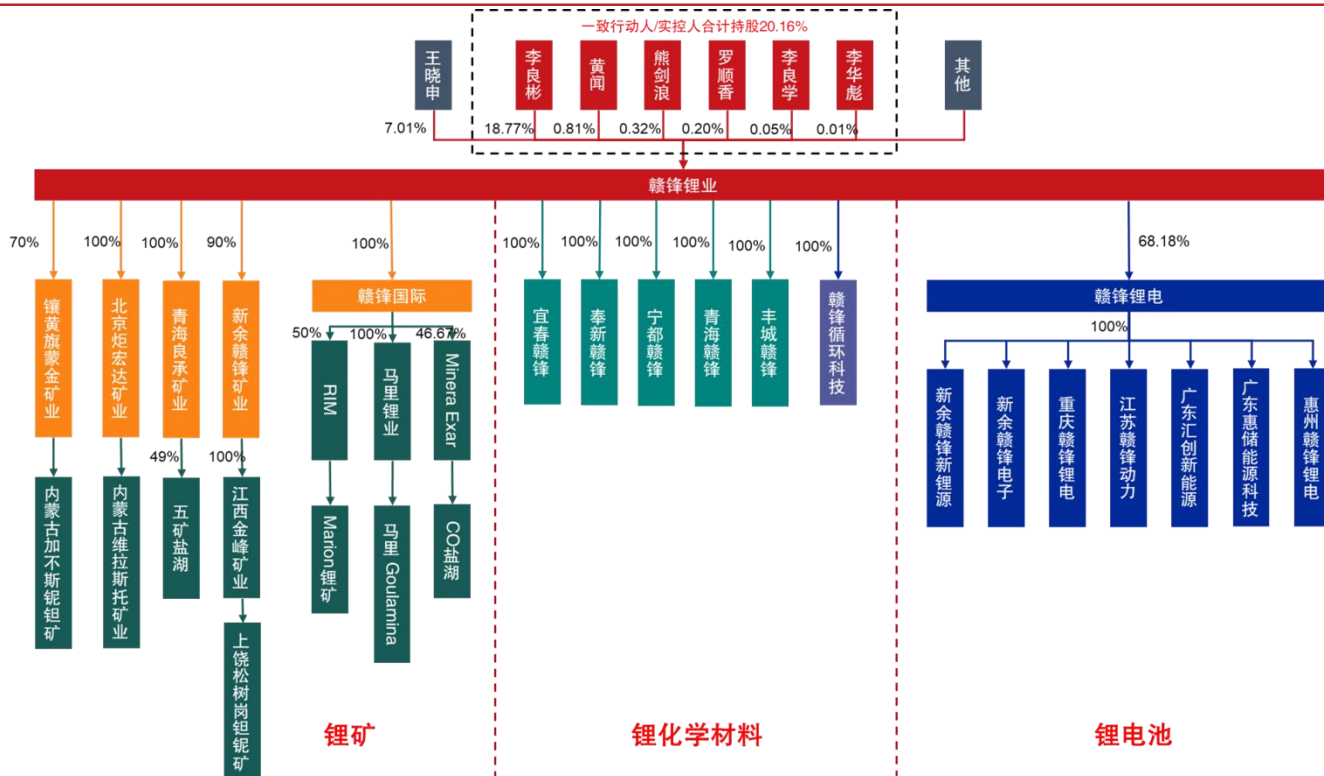
图表 2： 两轮锂价周期中，赣锋锂业股价领先于锂价



资料来源：wind, smm, 华源证券研究所

李良彬家族为公司实控人。截至2024年年报，公司创始人李良彬先生及其亲属为一致行动人、公司实控人，共计持股20.16%。董事长李良彬持股18.77%，总裁王晓申持股7.01%。下属参控股子公司可分为锂矿、锂化学材料和锂电池三大板块。

图表 3： 赣锋锂业股权结构（截至2024年年报）



资料来源：wind, 华源证券研究所

1.2. 公司盈利周期性明显，锂价下跌导致公司盈利承压

公司盈利周期性明显，与锂价周期基本对应。公司归母净利润由 2015 年 1.25 亿元增长至 2017 年 14.69 亿元，然后下降至 2019 年 3.58 亿元；从 2020 年 10.25 亿元增长至 2022 年 205.04 亿元，然后下降至 2024 年亏损 20.74 亿元，2024 年亏损原因主要是锂供需格局转为过剩锂价大幅下跌所致。公司盈利水平受锂价变动影响较大，净利润显示出较强的周期性，基本与两轮锂价周期对应。在两轮锂价周期中，公司持续收购资源扩建产能，资本开支持续增加，公司总资产由 2011 年 8.3 亿元增长至 2024 年 1008.3 亿元，年复合增速达 45%。

图表 4：公司历年营收及增速



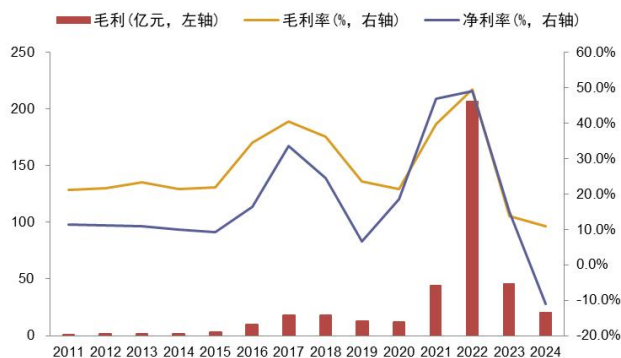
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：公司历年归母净利润及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：公司历年毛利及毛利率和净利率



资料来源：wind，华源证券研究所

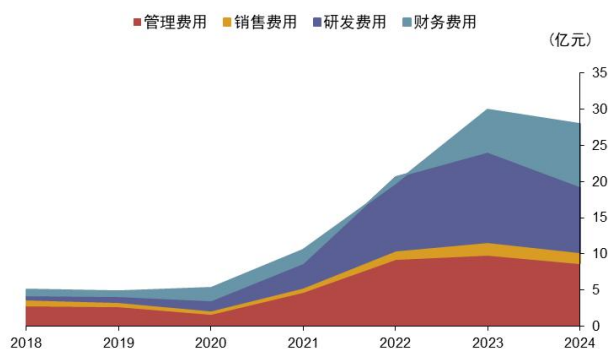
图表 7：公司历年总资产及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

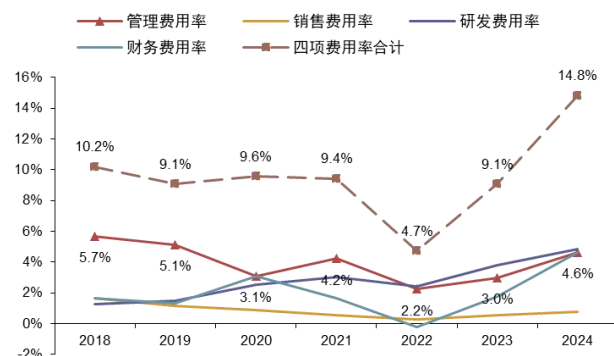
公司主要费用是管理费用和研发费用，近五年四项费用率平均 9.5%。2020-2024 年公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率平均为 3.4%/0.6%/3.3%/2.2%，四项费用平均费率为 9.5%，其中 2022 年受锂价大幅上涨影响，公司营收大幅增长，导致费用率偏低。2024 年财务费用增长较快。

图表 8：公司历年费用



资料来源：wind，华源证券研究所

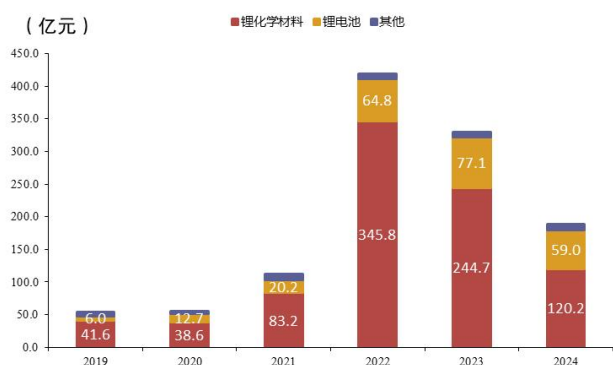
图表 9：公司历年费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

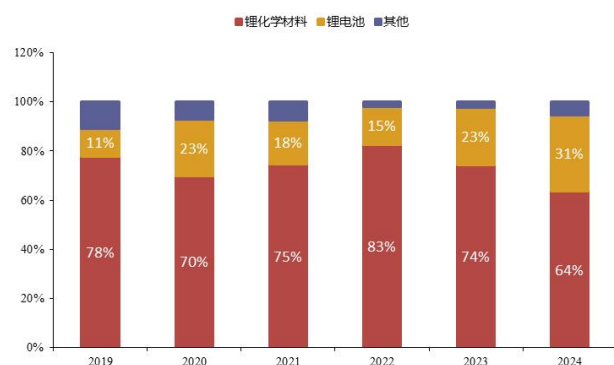
公司营收和毛利主要由锂化学材料贡献。2024 年公司锂化学材料和锂电池业务营收分别为 120.2/59.0 亿元，占总营收比例为 64%/31%，毛利分别为 12.6/6.9 亿元，占总毛利 62%和 34%。在锂价高位时，公司锂化合物材料毛利率高达 56%，伴随锂价下行，公司锂化合物材料毛利率下降为 10%，锂电池业务毛利率也由 18%下跌至 12%。

图表 10：公司 2019-2024 年各业务营收



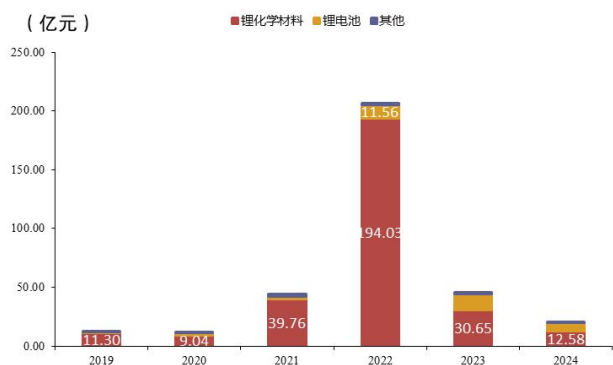
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：公司 2019-2024 年各业务营收结构



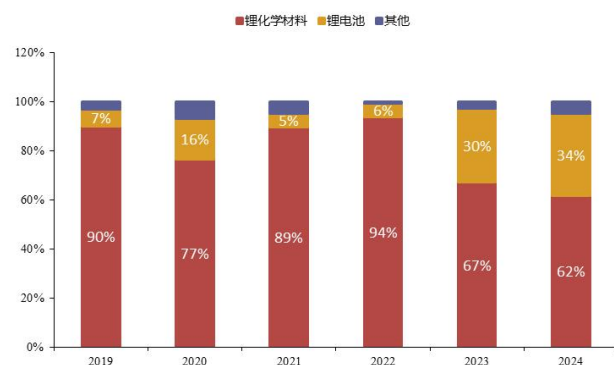
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：公司 2019-2024 年各业务毛利



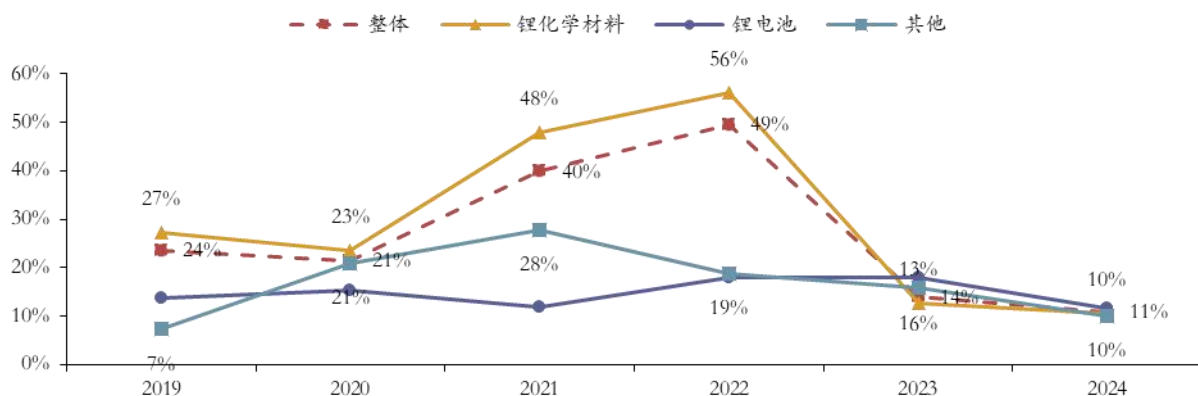
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：公司 2019-2024 年各业务毛利结构



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 14：公司 2019-2024 年各业务毛利率

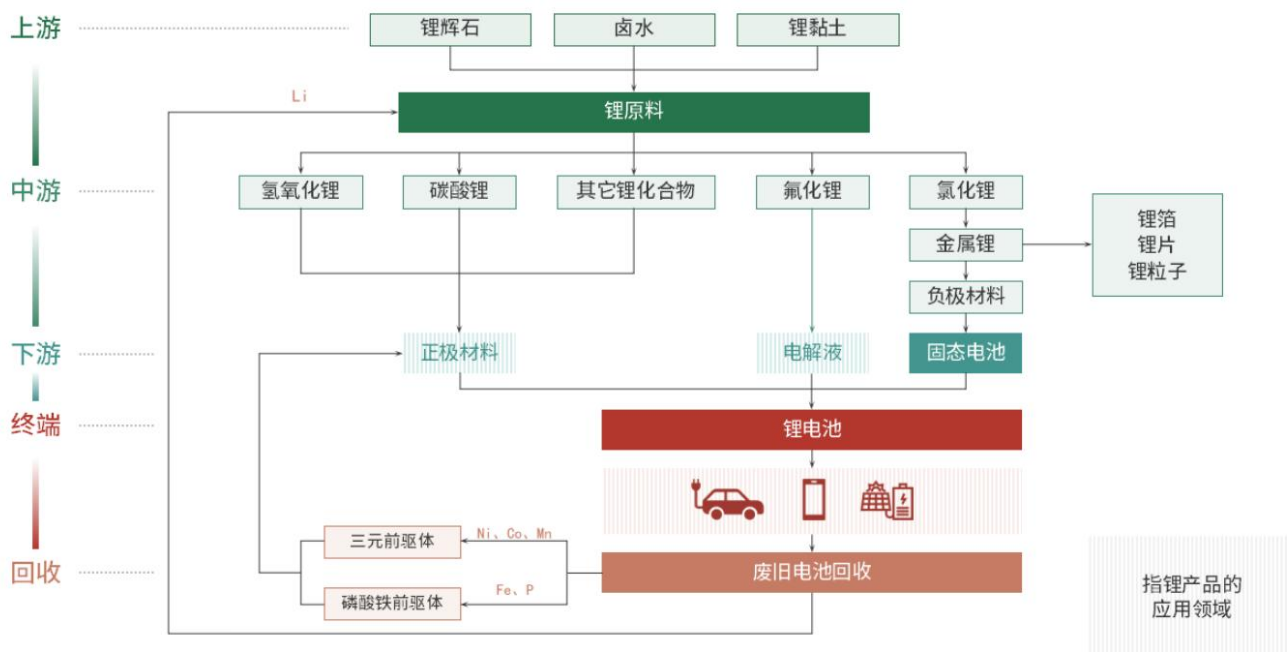


资料来源：wind，华源证券研究所

2. 护城河：全产业链布局，资源端放量打开未来降本空间

公司是世界领先的锂生态企业，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，实现锂全产业链布局。公司从中游锂化合物及金属锂制造起步，成功扩大到产业价值链的上下游。公司已经形成垂直整合的业务模式，业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合利用，各个业务板块间有效发挥协同效应，以提升营运效率及盈利能力，巩固市场地位。公司产品广泛应用于电动汽车、储能、航空航天、功能材料及制药等应用领域，大部分客户均为各自行业的全球领军者。

图表 15：赣锋锂业生态系统



资料来源：公司年报，华源证券研究所

2.1. 锂矿：锂资源放量在即，打开未来降本空间

公司控股或参股锂资源项目达 16 个，在产项目 6 个。根据 2024 年年报披露，公司目前合计控股及参股的锂资源项目达 16 个，其中锂辉石/锂盐湖/锂云母/锂黏土项目分别有 5/6/4/1 个。在产项目有 6 个，锂辉石和锂盐湖项目各 3 个。

在产锂辉石项目

1) **澳大利亚 Mount Marion 项目**：年产能 90 万吨锂精矿，是公司关键锂辉石原料来源。公司持有其股权 50%，该项目不并表，收益以投资收益的形式在报表中体现。

2) **澳大利亚 Pilgangoora 项目**：年产能 80 万吨锂精矿，公司仅持有其股权 5.7%，收益以公允价值变动的形式在报表中体现。

3) **马里 Goulamina 项目**：一期 50.6 万吨锂精矿产能，于 2024 年 12 月 15 日投产，二期扩建至 100 万吨。公司持有该项目 65% 股权，属于并表项目。

在产锂盐湖项目

1) **阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目**：一期产能 4 万吨 LCE，2023 年 6 月投产，该项目产能爬坡顺利，2024 年产量 2.54 万吨 LCE，2024Q4 单季度产量 8500 吨，达到 85% 的名义设计产能，2025 年产量规划 3-3.5 万吨 LCE。公司持有该项目 46.67% 股权，享有控制权，该项目实现并表。二期规划 4 万吨 LCE 产能，计划使用直接提锂技术。

2) **阿根廷 Mariana 锂盐湖项目**：一期 2 万吨氯化锂产能，于 2025 年 2 月投产，公司将加快产能爬坡进度，预计下半年将逐步稳定供应氯化锂。公司持有 Mariana 锂盐湖项目 100% 股权，该项目实现并表。

3) **青海一里坪盐湖项目**：该项目拥有 1.4 万吨碳酸锂产能，公司间接持有其 49% 股权，该项目不属于并表项目，其收益以投资收益的形式在报表中体现。

图表 16：赣锋锂业直接或间接拥有的锂资源

资源类型	项目名称	持股比例	资源量	项目状态	目前产能/规划产能
锂辉石	澳大利亚 Mount Marion 锂辉石项目	50%	219 万吨 LCE	运营中	90 万吨/年锂精矿产能
	澳大利亚 Pilgangoora 锂辉石项目	5.7%	1,159 万吨 LCE	运营中	68 万吨/年锂精矿产能
	马里 Goulamina 锂辉石项目	65%	714 万吨 LCE	建成投产	一期 50.6 万吨锂精矿
	爱尔兰 Avalonia 锂辉石项目	55%	勘探中	勘探中	
	宁都河源锂辉石项目	100%	10 万吨 LCE		
锂盐湖	阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	2,458 万吨 LCE	运营中	一期产能 4 万吨 LCE
	阿根廷 Mariana 锂盐湖项目	100%	812.1 万吨 LCE	建成投产	一期 2 万吨氯化锂产能
	阿根廷 PPG 锂盐湖项目	100%	1,106 万吨 LCE	前期准备	
	阿根廷 Pastos Grandes 锂盐湖项目	14.8%	526 万吨 LCE		
	青海一里坪盐湖项目	49%	165 万吨 LCE	运营中	1.4 万吨碳酸锂产能
	德宗马海湖项目	100%	勘探中	勘探中	
锂云母	上饶松树岗钽铌矿项目	90%	149 万吨 LCE	在建	
	内蒙古维拉斯托锂矿项目	12.5%	142 万吨 LCE		

湖南郴州香花铺锂云母矿项目	20%	勘探中	勘探中	
内蒙古加不斯尼钽矿项目	70%	111 万吨 LCE	在建	一期 60 万吨/年采选产
锂黏土	墨西哥 Sonora 锂黏土项目	100%	882 万吨 LCE	

资料来源：公司年报，华源证券研究所

注：以上资源量和产能均以 100%权益基数计算

公司权益锂资源理论自给率达 45%，新项目爬产完成后有望大幅降低公司锂盐成本。公司目前拥有 6 个参控股锂资源项目，其中 CO 盐湖于 2023 年 6 月投产，非洲马里 Goulamina 锂辉石项目 2024 年 12 月投产，Mariana 盐湖 2025 年 2 月投产，这三个项目均是近两年新投产并表项目，仍处于爬产阶段，受折旧摊销等因素影响，这几个新项目爬产阶段的碳酸锂单位成本可能偏高，但一旦爬产完成，低运营成本的盐湖提锂有望大幅降低公司锂盐成本。

图表 17：赣锋锂业锂资源理论自给率达 45%

锂资源项目	持股比例	产能	折合权益 LCE (万吨)
Mount Marion 锂辉石项目	50%	90 万吨锂精矿	3.8
Pilgangoora 锂辉石项目	5.7%	68 万吨锂精矿	0.4
马里 Goulamina 锂辉石项目	65%	50.6 万吨锂精矿	3.8
Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	4 万吨 LCE	1.9
Mariana 锂盐湖项目	100%	2 万吨氯化锂	1.8
青海一里坪盐湖项目	49%	1.4 万吨 LCE	0.7
权益锂资源合计			12.4
锂化学材料产能 (折 LCE)			27.7
锂资源理论自给率			45%

资料来源：公司年报，华源证券研究所

注 1：Marion /Pilgangoora /Goulamina 锂辉石项目分别基于 4.1/5.3/5.5 的锂精矿品位转换计算

注 2：锂资源理论自给率是基于 2024 年报理论设计产能测算，并非基于实际产量测算的自给率

2.2. 锂化学材料：锂盐产能持续扩张，产销量稳步增长

公司合计持有锂化学材料产能 27.7 万吨 LCE。公司是全球最大的金属锂生产商、国内最大的锂化合物供应商，拥有万吨锂盐、新余赣锋、丰城赣锋和四川赣锋等 11 个锂化学材料生产基地。截至 2024 年年报，公司拥有氢氧化锂产能 13.1 万吨，碳酸锂产能 11.6 万吨，氯化锂产能 3.2 万吨，金属锂产能 0.32 万吨，丁基锂产能 0.2 万吨。丰城赣锋一期年产 2.5 万吨氢氧化锂项目产能爬坡并逐步实现达产，标志着公司首个赣锋智能化工厂建设成功；四川赣锋年产 5 万吨锂盐项目于 2024 年年底建成并投产，目前在调试期间，预计 2025 年将逐步释放产能至最优水平；青海赣锋一期年产 1,000 吨金属锂项目已建成正在生产线调试阶段。

图表 18：截至 2024 年年报，赣锋锂业锂化学材料产能达 27.7 万吨 LCE

产品	生产基地	位置	设计产能 (万吨/年)
氢氧化锂	万吨锂盐	江西新余	8.1
	丰城赣锋 (一期)	江西丰城	2.5
	四川赣锋	四川达州	2.5
小计			13.1
碳酸锂	万吨锂盐	江西新余	1.5

	新余赣锋	江西新余	1
	宁都赣锋	江西宁都	2
	河北赣锋	河北沧州	0.6
	Cauchari-Olaroz	阿根廷胡胡伊	4
	四川赣锋	四川达州	2.5
小计			11.6
氯化锂	万吨锂盐	江西新余	1.2
	Mariana	阿根廷萨尔塔	2
小计			3.2
金属锂	宜春赣锋	江西宜春	0.15
	奉新赣锋	江西奉新	0.07
	青海赣锋（一期）	青海海西州	0.10
小计			0.32
丁基锂	万吨锂盐	江西新余	0.20
锂化学材料合计产能（折合 LCE）			27.7

资料来源：公司年报，华源证券研究所

规划 2030 年形成 60 万吨 LCE 锂产品产能，产能增长仍有翻倍空间。公司将根据未来锂产品的市场需求变化和评估选择扩充产能，公司计划于 2030 年或之前形成总计年产不低于 60 万吨 LCE 的锂产品供应能力，其中将包括矿石提锂、卤水提锂、黏土提锂及回收提锂等产能。公司目前正在筹划及建设中的锂产品项目包括年产 7000 吨金属锂及锂材项目、PPG 锂盐湖项目和其他碳酸锂和氢氧化锂产能扩张项目。

图表 19：赣锋锂业锂产品未来新增产能规划

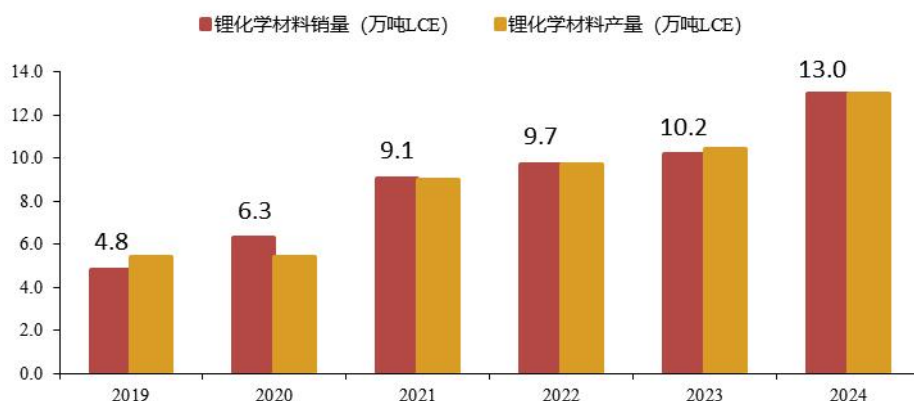
项目名称	地点	产能规划
年产 7000 吨金属锂及锂材项目	中国江西省宜春市 中国青海省	分期投建年产能 7,000 吨金属锂及锂材项目，新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线
年产 2.5 万吨碳酸锂项目	中国江西上饶	投资建设年产能 2.5 万吨碳酸锂项目
年产 2 万吨碳酸锂项目	中国内蒙古镶黄旗	投资建设年产能 2 万吨碳酸锂项目
年产 5 万吨氢氧化锂项目	中国江西丰城	一期年产 2.5 万吨氢氧化锂已建成；二期规划年产 2.5 万吨氢氧化锂
年产 5 万吨磷酸二氢锂项目	中国江西新余	投资建设年产能 5 万吨磷酸二氢锂项目
PPG 锂盐湖项目	阿根廷 Salta 省	一期年产能 2-3 万吨，远期年产能 5 万吨 LCE 锂盐产品

资料来源：公司年报，华源证券研究所

注：上述产能规划包括公司现有独资及合资项目

受益于新能源汽车加速渗透，动力锂电池需求高增，公司锂产品产销量稳步增长。在政策利好、技术实现创新突破、供给丰富、价格降低和基础设施持续改善等多重因素共同作用下，新能源汽车加速渗透，带动动力锂电池需求高增，从而驱动碳酸锂和氢氧化锂需求高增。公司锂化学材料销量由 2019 年 4.8 万吨增长至 2024 年 13 万吨，其中 2024 年增长 27%。

图表 20：公司锂化学材料产销量稳步增长



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 锂电池制造和回收：品类齐全，固态电池厚积薄发，回收领域行业领先

公司锂电池品类齐全，应用领域广泛。依托公司上游锂资源供应及全产业链优势，公司的锂电池业务已覆盖固态锂电池、动力电池、消费类电池、聚合物锂电池、储能电池及储能系统等五大类二十余种产品，包括毫安时至百安时各个级别，并将固态技术应用其中，助力车企、电池厂、消费品牌完成能源迭代。目前，公司锂电池业务已分别在东莞、宁波、苏州、新余、惠州、重庆等地设立生产基地。

1) 动力锂电池：赣锋锂电已量产软包平台架构和方形平台架构，电量覆盖 10~130KWh。可应用于重卡矿卡、轻卡物流、公交环卫等商用领域，具有低成本、高功率、高集成、平台化等优势。根据商用车使用场景，电池超快补能，充电功率可高达 1,000KW，充入 100 度电仅需 6 分钟；支持固定式、移动式换电站，换电时间小于 5 分钟，可快速实现快充与换电。

2) 消费类电池及聚合物锂电池：赣锋锂电在江西新余、广东惠州建设聚合物锂电池生产线，目前已形成 130W 只/天的产能规模，主要应用于 TWS 耳机、手机、充电宝、笔记本电脑及平板电脑。赣锋锂电聚合物锂电池凭借安全的极耳焊接工艺，超长续航，高超的电子屏蔽技术及创新的弧形贴片技术获得国内外一线手机、耳机、电脑品牌的客户认可。根据公司 2024 年年报，目前赣锋锂电手机电池出货量位居全国前四，耳机电池位列全国第二，小型聚合物锂电池行业第五，聚合物圆柱电池行业第三。

3) 储能领域：赣锋锂电最新推出的 5MWh 集装箱储能系统，采用全时域均衡技术，均衡时长提升 5 倍，实现了能量的高效利用；电池预制舱采用 pack 大模组设计，系统效率超 95%；设备具备交直流开断能力，具有短路、过充保护等安全性能。该款 5MWh 标准储能舱采用赣锋锂电 314Ah 大容量、长寿命单体电芯，电芯材料体系稳定，循环过程能量效率保持率高，可满足不同储能应用场景的使用要求。赣锋锂电先后参与多个大型光伏储能项目，承接了单体超过 500MWh 的能源项目等，国内、海外市场总应用规模超过 11,000MWh。在中国储能企业国内及全球出货量排名中，赣锋锂电已连续两年入围全国、全球前十。

4) **机器人电源领域**：新余赣锋电子研发生产的 324Wh 电池组，标称电压达 72V，最高放电倍率可达 7C，支持 1C 快充，达到 IP67 防水等级，且具备温度采集功能，保障各类场景下终端设备的正常使用，满产状态下，一天可生产 600 套机器人电池组。系统搭载赣锋自研 BMS 方案，SOC 精度约 3%-5%，每 200 毫秒进行一次数据采集，实现充放电过程中的自动校准。目前，该系列电池已被用于四足机器人、人形机器人等领域的产品中。

图表 21：赣锋锂业锂电池生产基地及产能

生产基地	位置	主要产品	设计产能
惠州赣锋	广东惠州	TWS 电池生产线、3C 数码聚合物锂电池产线	年产 1 亿只聚合物锂电池
赣锋锂电	江西新余	锂动力电池、储能电池 电池模组及 PACK 系统	动力电池一期 3GWh/年磷酸铁锂电池、 动力电池二期 10GWh/年新型锂电池
赣锋电子 赣锋新锂源	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池 TWS 无线蓝牙耳机电池、电子烟锂电池	年产 3.9 亿只小型聚合物锂电池项目
江苏赣锋	江苏苏州	工业车辆用动力与储能电池组、PACK 系统	年产 10 万台工业车辆动力电池系统项目
汇创新能源	广东东莞	两轮车、户外储能及家庭储能 PACK 系统	4GWh/年电池 PACK 系统
重庆赣锋动力	重庆	动力电池 PACK 系统	年产 6GWh 动力电池系统项目

资料来源：公司年报，华源证券研究所

公司固态电池厚积薄发。公司是行业内唯一一家拥有固态电池上下游一体化能力的企业，公司已在硫化物电解质及原材料、氧化物电解质、金属锂负极、电芯、电池系统等固态电池关键环节具备了研发、生产能力。在固态电解质材料方面，公司于 2022 年实现电池级硫化锂量产，并于 2024 年进一步扩大产线规模。在固态电池负极方面，赣锋超薄锂带已具备量产能力，可针对循环性能、加工性能、电化学稳定性等各类需求提供对应的解决方案。在高比能固态电芯方面，公司研发出 320Wh/kg、400Wh/kg、500Wh/kg 高比能电芯，其中 500Wh/kg 超高比能电芯，采用锂金属负极，已实现 10Ah 级电芯的小批量生产。

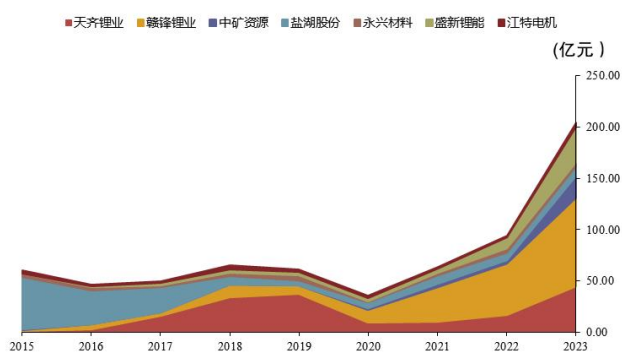
公司为全国电池综合处理能力前三的企业之一。公司通过开发退役电池综合回收利用新工艺和新技术及扩充退役锂电池回收业务产能，进一步提升产业化技术水平和竞争优势。目前，公司已在江西新余、赣州、四川达州等地建成多处拆解及再生基地，实现了资源循环利用与业务增长的有机结合。目前，公司已形成 20 万吨退役锂离子电池及金属废料综合回收处理能力，其中锂综合回收率在 90%以上，镍钴金属回收率在 95%以上，成为中国磷酸铁锂电池及废料回收能力最大，电池综合处理能力行业前三的电池回收行业头部企业之一。

3. 锂行业：过剩幅度收窄，25 年锂价或震荡磨底

3.1. 供给端：23 和 24 年为资本开支高峰期，过剩是主旋律

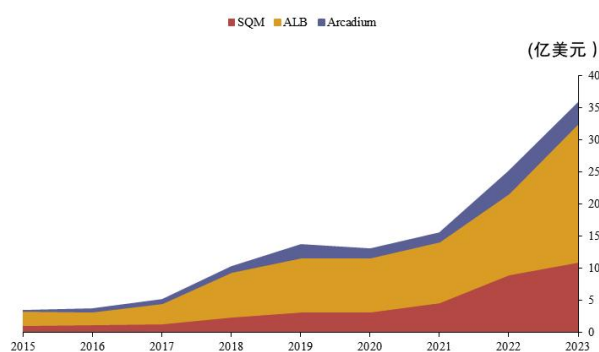
高锂价驱动行业新一轮资本开支，2023 和 2024 年或是资本开支顶峰时期。锂价在 2021 和 2022 年一度从 5 万上涨至最高接近 60 万，锂盐利润极其丰厚。在高利润的驱动下，行业开始大幅进行资本开支，我们可以看到 2022 年开始国内外锂盐企业的资本开支均高速增长。随着锂价在 2024 年大幅下跌，当前已跌至不足 8 万元，预计行业资本开支将减缓，因此我们认为 2023 和 2024 年或是行业资本开支顶峰时期。

图表 22：国内锂盐企业资本开支



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：海外锂盐龙头资本开支在 2022 年开始大幅提升



资料来源：SQM、ALB 等公司公告，华源证券研究所

盐湖提锂：25 年预计新增产量主要来源于阿根廷。目前在产盐湖主要是智利 Atacama 盐湖、阿根廷 Olaroz、Fenix 盐湖以及中国察尔汗盐湖、西台和东台吉乃尔盐湖。2025 年盐湖提锂新增产量主要是由阿根廷盐湖贡献，包括 CO 盐湖、Centenario Ratones 盐湖等，中国盐湖增量主要是盐湖股份的扩产项目，智利盐湖增量主要是 SQM 的扩产项目。我们预计 2025 年盐湖提锂产量 59 万吨，同比增加 9 万吨，其中智利/中国/阿根廷盐湖产量分别为 29/15/14 万吨，由于盐湖提锂单位经营成本低，位于全球锂成本曲线左侧，这部分供给属于刚性供给，基本不会被出清。

图表 24：2025 年全球盐湖提锂产量预测

		矿山	折合碳酸锂产量（万吨/LCE）	
			2024E	2025E
盐湖	中国	察尔汗盐湖—蓝科锂业	4	5
		察尔汗盐湖—藏格矿业	1.2	1.2
		西台吉乃尔	4.2	4.5
		东台吉乃尔	2	2
		一里坪盐湖	1	1.5
		扎布耶	0.5	1
		合计	12.9	15.2
	智利	Atacama—SQM	21	23
		Atacama—ALB	5.7	5.9
		合计	26.7	28.9
	阿根廷	Olaroz	3	3.1
		Hombre Muerto-Livent（Fenix）	2.35	2.7
		Cauchari-Olaroz	2.6	4
		SDLA	0.25	0.25
		Centenario Ratones		1.2
		Tres Quebradas (3Q)	0.5	1
		Hombre Muerto-POSCO	0.4	1.6
		合计	9.1	13.9
	美国	Silver Peak	1	1
	合计		49.7	59.0

资料来源：SQM、Arcadium 等各公司公告，华源证券研究所

锂辉石提锂：高成本澳矿出清进行时，非洲有望贡献最大增量。澳矿普遍在实施降本措施和缩减资本开支，增量主要来源于非洲。预计 2025 年锂辉石生产碳酸锂产量折合 84 万吨 LCE，同比 24 年增加 17 万吨（非洲+10/澳洲+3/巴西+2）。**澳洲：**高成本锂矿 Altura/Finnis/Baldhill/Cattlin 已宣布停产或进入维护阶段，关注其他高成本澳矿 Wodgina/Marion 减产可能，25 年增量锂矿主要是 Kathleen Valley。**非洲：**25 年增量矿山为赣锋的马里项目和雅化 K 矿等，非洲锂矿多为中资锂盐企业控制，减产或不及预期。

图表 25：2025 年全球盐湖提锂产量预测

		矿山	折合碳酸锂产量（万吨LCE）	
			2024E	2025E
锂辉石	澳洲	Greenbush	17.72	20.30
		Pilgangoora-Pilgan Plant	9.33	7.07
		Pilgangoora-Ngunaju Plant（原Altura）		
		Mt. Marion	5.43	4.00
		Wodgina	4.79	5.50
		Baldhill	1.28	0.00
		Kathleen Valley	1.33	5.00
		Mt Holland	2.75	4.35
		Mt Cattlin	1.35	1.15
		Finniss	0.24	
		合计	44.2	47.4
	非洲	Bikita	4	5
		Arcadia	3	5
		Kamativi	0.6	4
		Sabi Star	3.3	3.8
		Goulamina		2.5
		Bougouni		1.4
		Zulu	0.1	
		合计	11.0	21.6
	巴西	Grota do Cirilo	3.1	3.7
		Neves		1.5
		Mibra	1	1.3
		合计	4.1	6.4
	加拿大	NAL	2.1	2.5
		甲基卡134号矿脉	0.81	0.81
	中国	业隆沟（奥伊诺锂矿）	0.94	0.94
		李家沟	1	2
		马尔康	2	2
		大红柳滩		
	合计		4.8	5.8
	合计		66.2	83.7

资料来源：IGO、Pilabra Minerals、Liontown Resources 等各公司公告，华源证券研究所

云母提锂：中国特色锂资源，位于成本曲线最右侧，供给弹性大。锂云母属于中国特色的锂资源，主要分布于中国江西地区，锂资源储量较大，具备云母提锂工艺的核心公司主要有永兴材料、江特电机、南氏锂电和九岭锂业。锂云母矿成分复杂，锂含量低，提锂成本更高，现金成本多处于 7 万元/吨以上，位于全球成本曲线最右侧，供给弹性最大。若锂价超过 10 万元/吨，供给可大量释放。由于锂价持续下跌，高成本的云母提锂或将减产。

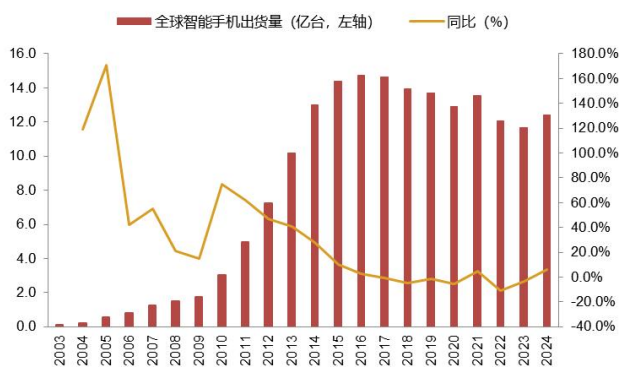
3.2. 需求端：大周期启动的核心，国内需求不悲观

碳酸锂的需求经历了由传统工业需求——消费电子需求——新能源需求增长驱动的转变。

1) 2000 年前，碳酸锂的主要需求是传统工业需求，主要作为添加剂应用于陶瓷玻璃等。2) 2015 年前，碳酸锂的需求主要依靠消费电子驱动，碳酸锂用于锂电池正极材料钴酸锂。2004-2015 年全球智能手机出货量复合增速达 47%。3) 2015 年后，碳酸锂的需求主要依靠新能源汽车拉动，2015-2024 年中国新能源汽车销量复合增速达 50%，当前中国新能源汽车渗透率已超过 50%。

新能源需求将锂盐的需求提升到百万吨级别，从小金属跃升至大金属。据锂业协会数据，2017 年全球锂盐产量为 23.54 万吨 LCE，鸿蒙矿业预计 2024 年全球锂盐产量超 130 万吨，锂由小金属跃居百万吨级别的大金属，后续随着新能源汽车渗透率的持续提升和储能装机量的增长，锂需求量将持续增长。

图表 26：全球智能手机出货量



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 27：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

以旧换新等消费政策下，国内电车需求或超预期。政治局会议上指出 2025 年要“实施提振消费专项行动，加力扩围实施两新政策”，电车的以旧换新政策大概率在 2025 年得到延续甚至加码，2025 年国内电车需求可以更乐观一些。国补等消费政策出台，消费电子需求也有望维持可观增长。

海外新能源车补贴政策取消或压制海外碳酸锂需求增长。由于需要削减政府开支，2023 年 12 月 18 日德国正式取消电动汽车补贴。2025 年 1 月 20 日，特朗普宣布取消美国电动汽车补贴。海外电动汽车补贴政策取消或压制海外新能源汽车需求，从而压制海外碳酸锂需求增长。我们预计 2025 年碳酸锂需求为 143 万吨，同比增长 19%。

图表 28：碳酸锂需求测算

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
比例	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%

资料来源：Wind、smm，华源证券研究所

3.3. 锂价展望：波动收窄，25 年或底部震荡

当前仍处于锂资本开支高峰期，而需求端增速未来或将逐步放缓，预计锂价未来周期的弹性将不如前两轮，波动将逐步收窄。考虑到潜在供给较大，锂盐企业在 2021-2023 年积累大量盈利，本轮供给出清时间预计更长，今年仍处于底部震荡阶段。

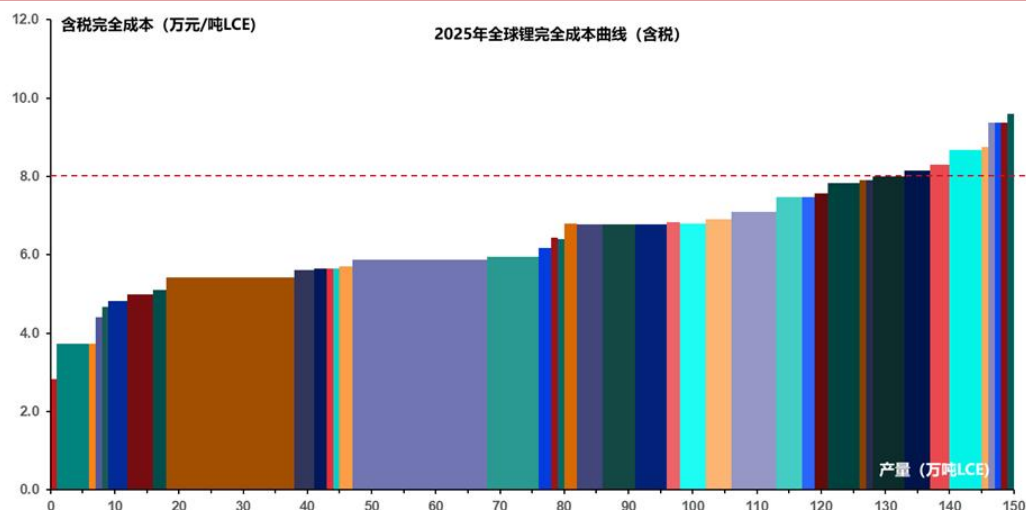
我们预计 2025 年碳酸锂需求量 143 万吨 LCE，过剩 12.6 万吨 LCE。根据完全成本曲线，8 万元/吨含税完全成本对应的锂盐供给在 134 万吨左右，根据正极材料测算的需求为 143 万吨，考虑到当前超 10 万吨的锂盐库存，部分锂精矿库存以及回收提锂的量，8 万元/吨的供给或能满足锂盐需求，25 年仍维持过剩格局。预计 2025 年碳酸锂价格在 7-8 万元/吨震荡为主。

图表 29：碳酸锂供需平衡

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
比例	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%
全球锂盐产量	万吨	62.0	76.2	96.1	133	151
锂回收量	万吨		4.9	8.4	6.5	5
供需缺口	万吨	0.4	-7.7	5.5	19.2	12.6
过剩比例	%				16%	9%

资料来源：Wind、smm，华源证券研究所

图表 30：2025 年全球锂完全成本曲线



资料来源：IGO、Pilbara Minerals、Liontown Resources 等各公司公告、smm、华源证券研究所

4. 盈利预测与估值

锂化学材料业务：伴随新能源汽车渗透率持续提升，锂盐需求将持续增长，我们假设公司 2025-2027 年锂化学材料销量分别增长 25%/20%/20%。由于锂供过于求格局仍未转变，我们预计 25 年锂价维持底部震荡，26 年开始逐步企稳回升，我们假设 25-27 年锂产品销售均价分别为 6.6/7.1/7.5 万元/吨（不含税）。由于公司 CO 盐湖、非洲马里 Goulamina 锂辉石项目和 Mariana 盐湖项目均于近年实现投产，随着这些项目逐步爬产，公司锂资源自给率提升，锂盐单吨成本有望逐步下降，我们假设公司锂产品 2025-2027 年成本为 6.5/6.3/6 万元/吨。

锂电池业务：伴随公司锂电池板块新建产能放量，以及固态电池的放量有望拉高公司锂电池板块毛利率，我们假设公司锂电池业务 2025-2027 年营收增长 20%/15%/15%，毛利率分别为 13%/14%/15%。

图表 31：公司盈利拆分

			2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体	营业收入	亿元	329.72	189.06	189.81	232.27	284.33
	yoy	%	-21%	-43%	0.4%	22%	22%
	营业成本	亿元	283.97	168.61	176.98	203.79	232.21
	yoy	%	34%	-41%	5%	15%	14%
	毛利	亿元	45.75	20.45	12.83	28.48	52.13
	yoy	%	-78%	-55%	-37%	122%	83%
锂化学材料	毛利率	%	14%	11%	7%	12%	18%
	营业收入	亿元	244.65	120.17	107.6	137.8	175.6
	yoy	%	-29%	-51%	-10%	28%	28%
	销量	万吨LCE	10.18	13.0	16.2	19.5	23.4
	yoy	%	5%	27%	25%	20%	20%
	均价	万元/吨	24.03	9.26	6.64	7.08	7.52
	yoy	%	-32%	-61%	-28%	7%	6%
	营业成本	亿元	214.00	107.6	105.4	122.6	140.1
	yoy	%	41%	-50%	-2%	16%	14%
	单吨成本	万元/吨	21.02	8.29	6.5	6.3	6
	yoy	%	35%	-61%	-22%	-3%	-5%
	毛利	亿元	30.65	12.58	2.22	15.17	35.54
	yoy	%	-84%	-59%	-82%	582%	134%
	单吨毛利	万元/吨	3.01	0.97	0.14	0.78	1.52
	yoy	%	-85%	-68%	-86%	468%	95%
锂电池	毛利率	%	13%	10%	2%	11%	20%
	营业收入	亿元	77.08	59.0	70.8	81.4	93.6
	yoy	%	19%	-23%	20%	15%	15%
	营业成本	亿元	63.24	52.1	61.56	69.99	79.55
	yoy	%	19%	-18%	18%	14%	14%
	毛利	亿元	13.84	6.88	9.20	11.39	14.04
其他	yoy	%	20%	-50%	34%	24%	23%
	毛利率	%	18%	12%	13%	14%	15%
	营业收入	亿元	7.99	9.9	11.4	13.1	15.1
	yoy	%	5%	24%	15%	15%	15%
	营业成本	亿元	6.73	8.9	10.0	11.2	12.6
	yoy	%	8%	33%	12%	12%	12%
	毛利	亿元	1.26	0.99	1.41	1.92	2.54
	yoy	%	-12%	-21%	42%	36%	33%
	毛利率	%	16%	10%	12%	15%	17%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.5/12.7/28.7 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/+132%/+126%，当前股价对应的 PE 分别为 112/48/21 倍。我们选取锂矿和锂盐企

业为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 30/16/13 倍，公司多个锂资源项目已投产，爬产完成后公司锂盐成本有望降低，叠加公司锂盐产能持续扩张，固态电池也有望放量，公司的业绩有望企稳回升。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 32：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS			PE			PB
		2025-04-17	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
002738.SZ	中矿资源	28.13	1.05	1.51	2.29	26.92	18.65	12.27	1.75	
002466.SZ	天齐锂业	27.46	1.09	1.69	1.80	25.28	16.24	15.22	1.08	
002497.SZ	雅化集团	10.82	0.27	0.84	1.17	39.56	12.92	9.27	1.20	
002240.SZ	盛新锂能	11.30	0.27	0.59	0.58	42.29	19.06	19.42	0.86	
002756.SZ	永兴材料	30.22	1.89	2.65	3.18	16.00	11.42	9.50	1.32	
平均值						30.01	15.66	13.13	1.24	

资料来源：wind、华源证券研究所。注：EPS 单位为元/股，上述可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，PB 来自 wind。

5. 风险提示

新建产能进度不及预期风险：如果公司新建产线/矿山建设进度不及预期，则影响公司未来产能释放和产销量，从而影响公司业绩。

新能源汽车需求不及预期风险：如果国内外新能源汽车销量不及预期，则可能导致锂盐需求不及预期，造成锂价下跌，公司锂盐量价齐跌将影响公司业绩。

锂供给超预期释放风险：若全球锂供给超预期释放，将加剧锂供过于求格局，从而驱动锂价大幅下跌，锂价下跌将影响公司业绩。

市场空间测算偏差风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,944	3,114	2,198	4,055
应收票据及账款	4,827	4,402	4,848	5,341
预付账款	316	285	348	426
其他应收款	255	152	186	228
存货	8,613	7,550	8,694	9,907
其他流动资产	2,047	1,423	1,738	2,124
流动资产总计	22,003	16,926	18,013	22,081
长期股权投资	13,327	14,750	15,631	16,433
固定资产	16,520	19,128	22,016	24,964
在建工程	19,352	19,868	17,461	13,495
无形资产	21,539	21,404	21,274	21,146
长期待摊费用	462	298	133	133
其他非流动资产	7,629	7,548	7,548	7,548
非流动资产合计	78,829	82,995	84,063	83,719
资产总计	100,832	99,921	102,076	105,800
短期借款	9,069	10,459	9,558	8,837
应付票据及账款	12,197	13,442	14,584	15,737
其他流动负债	10,403	6,389	7,370	8,420
流动负债合计	31,670	30,290	31,512	32,995
长期借款	15,679	15,637	15,385	14,950
其他非流动负债	5,895	5,895	5,895	5,895
非流动负债合计	21,574	21,532	21,280	20,845
负债合计	53,244	51,823	52,792	53,840
股本	2,017	2,017	2,017	2,017
资本公积	10,349	10,349	10,349	10,349
留存收益	29,417	29,903	31,032	33,579
归属母公司权益	41,782	42,269	43,397	45,945
少数股东权益	5,806	5,830	5,887	6,015
股东权益合计	47,588	48,099	49,284	51,960
负债和股东权益合计	100,832	99,921	102,076	105,800

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-2,630	-1,655	-450	1,340
折旧与摊销	1,384	1,859	2,164	2,329
财务费用	874	844	857	811
投资损失	-101	-1,580	-1,062	-916
营运资金变动	3,374	-523	120	-8
其他经营现金流	2,262	2,381	1,778	1,631
经营性现金净流量	5,161	1,326	3,406	5,188
投资性现金净流量	-12,242	-4,598	-2,167	-1,040
筹资性现金净流量	3,447	442	-2,155	-2,292
现金流量净额	-3,652	-2,830	-916	1,856

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,906	18,981	23,227	28,433
营业成本	16,861	17,698	20,379	23,221
税金及附加	115	110	125	131
销售费用	147	137	158	176
管理费用	871	797	929	1,080
研发费用	911	797	929	1,080
财务费用	874	844	857	811
资产减值损失	-423	-213	-244	-347
信用减值损失	-56	-40	-56	-71
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	101	1,580	1,062	916
公允价值变动损益	-1,482	223	234	246
资产处置收益	-2	1	1	1
其他收益	439	698	698	698
营业利润	-2,296	848	1,546	3,377
营业外收入	11	35	35	35
营业外支出	16	18	18	18
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-2,301	865	1,563	3,394
所得税	329	292	233	393
净利润	-2,630	573	1,330	3,001
少数股东损益	-556	24	57	128
归属母公司股东净利润	-2,074	548	1,273	2,873
EPS(元)	-1.03	0.27	0.63	1.42

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-42.66%	0.39%	22.37%	22.41%
营业利润增长率	-144.00%	136.92%	82.38%	118.45%
归母净利润增长率	-141.93%	126.44%	132.17%	125.68%
经营现金流增长率	3,423.52%	-74.30%	156.82%	52.31%
盈利能力				
毛利率	10.82%	6.76%	12.26%	18.33%
净利率	-13.91%	3.02%	5.72%	10.55%
ROE	-4.96%	1.30%	2.93%	6.25%
ROA	-2.06%	0.55%	1.25%	2.72%
ROIC	-2.61%	1.73%	2.72%	4.99%
估值倍数				
P/E	-29.61	111.99	48.24	21.37
P/S	3.25	3.23	2.64	2.16
P/B	1.47	1.45	1.41	1.34
股息率	0.00%	0.10%	0.23%	0.53%
EV/EBITDA	-2,119	25	19	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。