

金银河（300619.SZ）：周期与成长共振或开启戴维斯双击——万吨级低温硫酸法提锂项目与千吨级精炼铷铯盐项目达产将优化公司成长属性及强化业绩弹性

2025 年 8 月 19 日

推荐/首次

金银河

公司报告

投资要点：

国内锂电池连续化制浆装备龙头，有机硅装备龙头企业。公司是国内锂电池连续化制浆装备，及有机硅装备龙头企业。公司利用设备自主研发优势，通过子公司从事有机硅材料、新能源碱金属材料、碳基硅基合成材料及纳米粉体、有机硅发泡制品装备的研究、生产与销售。公司装备制造板块为下游新材料子公司提供先进的生产设备，并不断发展新材料生产工艺，材料业务又对装备性能形成验证并持续改进。公司以智能装备为核心，延伸至新能源材料和循环经济领域，实现多元化协同发展。

公司主营业务可分为三大板块：（1）锂电设备板块：锂电设备业绩表现对公司整体业绩有较大影响，为现阶段公司主营业务支柱。通过对公司锂电设备板块现有优势和未来发展方向的梳理，叠加对行业高速增长的乐观预期，我们认为公司业绩将随着锂电设备板块的再次成长而稳步提升。（2）锂云母全元素高值化综合利用项目板块：公司通过子公司金德锂从事电池级碳酸锂及锂云母资源高值化附加物的销售。随着 2025 年铷铯盐项目投产，副产品销售抵免将带动公司锂云母产能持续提升，促进公司实现低品位锂云母的充分低成本提取。由于公司碳酸锂产能及产量均有较大增长预期，铷铯盐等副产品销售亦将带来较大利润空间，公司成长弹性或已发生质变。（3）有机硅设备及产品板块：公司通过子公司天宝利、安德力从事高端有机硅新材料、水性环保树脂的研发、生产和销售。公司凭借首创连续法工艺+全品类覆盖+高客户粘性+持续技术创新，稳居国内有机硅及高分子智能装备龙头。因此，公司有机硅设备及产品板块业绩表现具有稳定性，或与行业成长共振。**本文为金银河公司深度报告系列第二篇，着重分析锂云母全元素高值化综合利用项目板块。**

锂云母绿色高值全元素提取项目或使公司后期成长弹性发生质变。公司拥有行业领先的自研低温硫酸法锂云母提锂技术，具有低能耗、高纯度优势（生产能耗较传统工艺降低 50%，碳酸锂纯度达 99.9% 以上，回收率亦保持在 85% 以上）且能有效解决冶炼端锂渣消纳困难并提升综合资源利用效率（每吨碳酸锂产生固渣少于 0.3 吨，传统方法吨固渣大于 30 吨）。公司的锂云母综合高值化利用项目是一系列项目，包括锂云母提取碳酸锂，锂云母提取碳酸锂副产品铷铯钾矾进一步生产铷盐、铯盐，副产品钾明矾进一步深加工成氢氧化铝、硫酸钾，副产品硅砂进一步生产沉淀法白炭黑等。锂云母全元素高值化利用是该技术的一大亮点，可同步回收铷盐、铯盐、硫酸钾、硅砂及明矾等高附加值产品，

公司简介：

金银河（佛山市金银河智能装备股份有限公司）成立于 2002 年，并于 2017 年在深交所创业板成功上市。公司主要从事新能源装备制造及化工新材料装备制造，现为国内干法电极、锂电池连续化制浆装备龙头企业，产品可应用于固态电池、锂（钠）电池、动力电池、储能电池及数码电池等新能源电池。此外，公司为国内有机硅装备龙头企业，技术、产品线及产销量均在有机硅装备行业内占据领先优势。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	31.02-18.36
总市值（亿元）	47.55
流通市值（亿元）	39.76
总股本/流通 A 股（万股）	17,400/17,400
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	6.57

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

其经济价值远超电池级碳酸锂本身，成功构建“一矿多产”的循环经济模式。公司的低温硫酸法锂云母提锂副产品铷铯钾矾通过重结晶工艺精炼生产铷铯盐，可免除萃取剂使用以大幅降低铷铯提取成本。此外，锂云母中除锂、铷、铯外，钾、氟、硅、铝等多金属元素亦可有效析出，公司可通过对副产品进一步深加工及销售从而提升资源综合利用效率及降低碳酸锂生产成本（如硅砂转化白炭黑等高附加值产品）。该项目的有效落地或意味着公司的成长属性及利润质量将发生质变，公司 beta 价值有望增厚。

公司锂云母绿色全元素提取项目或在 2026 年推升业绩弹性。受 2024 年碳酸锂价格下滑影响，叠加高净值的铷铯盐产品未能投入生产销售，当前公司该项目产能利用率仍然较低，降本空间较大。根据子公司金德锂 2024 年营收及 2024 年碳酸锂年度均价测算，公司 2024 年碳酸锂产量约为 2400 吨。以 10000 吨碳酸锂产能测算，公司 2024 年碳酸锂产能利用率仅为 24%。考虑到 2025 年 5 月公司铷铯盐加工项目环境影响报告书得到批准，预计该项目将于 2025 年 H2 投产并于 2026 年内实现有效的现金流贡献。展望锂云母绿色高值全元素提取系列项目的后期弹性，我们认为以 10000 吨碳酸锂产能测算，公司或可生产铷盐 1200-1700 吨（市价约 400 万元/吨），铯盐 300-450 吨（市价约 120-140 万元/吨）。综合测算在正常达产状态下，以碳酸锂约 8 万元/吨、铷盐约 120 万元/吨测算，子公司金德锂可实现营业收入约 12.8 亿元（较 2024 年营收+666%），对应毛利润约 4.3 亿元（较公司 21-23 年平均净利润 0.79 亿元增长 4.4 倍）。此外，根据公司锂云母提锂项目环评，该项目批准产能为年产 2 万吨工业化锂云母提锂产线，这意味着在该业务有效实现利润背景下，公司仍有产能快速扩张的空间。

锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，生产成本的分化或决定锂供给增量。一方面，盐湖提锂现金成本约为 2.2-3.5 万元/吨，显著低于锂云母提锂的 5-7 万元/吨，及锂辉石提锂的 6-8 万元/吨，具有成本优势。另一方面，盐湖提锂资源储量丰富，占全球锂资源总量的 58%，而其 24 年产量占比仅为 39%，相对储量占比仍有提升空间。然而，进一步观察中国锂矿供给，由于中国盐湖卤水矿锂含量低，镁锂比普遍较高，导致锂萃取率偏低，技术通用性差，且部分盐湖分布在生态环境脆弱的地区难以开采。因此，低品位锂云母的充分低成本提取或将优化锂矿端生产商盈利能力，降低中国锂矿石的对外依赖，为我国锂供给高质量增长提供关键路径。考虑到锂价低迷对高成本矿企的锂产出影响，2025 年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出，及低品位锂云母的充分低成本提取的技术突破，或决定全球锂供给弹性。我们预计 2024-2027 年间，全球锂供给或由 123.1 万吨 LCE 增至 186 万吨 LCE，期间 CAGR 或达 15%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，叠加低空经济及 AI 等新兴领域的发展对锂电池远期需求的提振，2024-2027 年间全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨。综合考虑，锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善，期间超量供给或持续缩窄至 12.8/6/2 万吨 LCE，供应过剩状况持续减缓。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 18.95/26.74/36.49 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.80/2.60 亿元，对应 EPS 为 0.09/0.59/1.94 元/股，对应 PE 分别为 318.45X/45.82X/14.01X。考虑到公司锂电设备板块订单数量或从 2025 年起持续恢复并稳定提升，锂云母提锂板

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

块铷盐投产或推动公司业绩快速成长，有机硅板块预计维持行业龙头地位，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：项目投产情况不及预期风险，项目完成时间晚于预期风险，锂价下行风险，铷盐销售情况不及预期风险，下游锂电行业发展不及预期风险，下游有机硅行业发展不及预期风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,251.85	1,508.83	1,895.20	2,674.08	3,648.50
增长率（%）	23.79%	-33.00%	25.61%	41.10%	36.44%
归母净利润（百万元）	93.71	-80.71	11.44	79.51	260.10
增长率（%）	40.65%	-186.13%	-114.17%	595.00%	227.12%
净资产收益率（%）	5.62%	-5.19%	0.73%	4.87%	13.95%
每股收益（元）	1.05	-0.60	0.09	0.59	1.94
PE	25.95	-45.14	318.45	45.82	14.01
PB	1.68	2.34	2.33	2.23	1.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. “设备+材料”双轮驱动	6
1.1 25Q2 公司业绩拐点或已显现，年内有望实现困境反转	6
1.2 公司主营业务分为三大板块	7
1.3 采购-生产-销售一体化灵活驱动	9
1.4 研发模式：研发以市场为导向	10
1.5 公司在行业内的主要竞争对手	11
2. 锂云母绿色高值全元素提取业务或推动公司业绩快速增长	12
2.1 锂云母绿色高值全元素提取项目业绩弹性稳步释放	12
2.2 低温硫酸法锂云母提锂技术优势显著	13
2.3 中国铷盐进口依赖度极高，高科技领域需求具有增长空间	15
2.4 铷盐盐业务或使公司成长弹性质变	17
3. 锂行业供需关系或持续改善	18
3.1 生产成本分化或决定锂供给增量	18
3.2 “新能源汽车+电化学储能+低空经济+AI”，新质生产力行业发展驱动锂需求增长	19
4. 多维度构筑公司比较优势：公司具有七大核心竞争优势	22
5. 盈利预测及估值	26
5.1 关键假设及营收预测	26
5.2 投资评级	28
6. 风险提示	28

插图目录

图 1： 公司业绩拐点或已于 2025Q2 显现（2023Q3-2025Q2，亿元）	7
图 2： 公司资本开支期进入尾声（2023Q1-2025Q2，亿元）	7
图 3： 公司总资产周转率有所提升（2023Q3-2025Q2）	7
图 4： 公司盈利能力显现回暖（2023Q3-2025Q2）	7
图 5： 2020-2024 年间公司营收结构变化（亿元）	8
图 6： 2020-2024 年间公司各板块营收占比变化	8
图 7： 2020-2024 年间公司毛利结构变化（亿元）	8
图 8： 2020-2024 年间公司各板块毛利占比变化	8
图 9： 金银河采购模式	9
图 10： 2021-2024 年前五大供应商集中度变化	10
图 11： 2021-2024 年前五大客户集中度变化	10
图 12： 金银河研发模式	10
图 13： 2021-2024 年公司研发费用占营业收入比例	11
图 14： 2021-2024 年公司研发人员数量及占比变化	11
图 15： 公司锂云母综合高值化利用项目时间轴	12
图 16： 公司锂云母绿色高值全元素的提取锂工艺流程简图	14

图 17： 铯产业链结构图	16
图 18： 2024 年全球锂资源储量分布（万吨）	18
图 19： 2024 年全球锂产量分布（万金属吨）	18
图 20： 2024 年全球锂电池出货量分应用领域占比情况（GWh）	19
图 21： 2020-2024 全球锂电池出货量变化	19
图 22： 公司主要客户	24

表格目录

表 1： 公司主要竞争对手	11
表 2： 金德锂主要生产产品介绍	13
表 3： 低温硫酸法与高温硫酸盐法对比	15
表 4： 全球锂供给预测（2024-2027E）	19
表 5： 动力锂电池需求预测（2020-2027E）	20
表 6： 储能锂电池需求预测（2020-2027E）	21
表 7： 全球锂需求预测（2020-2027E）	21
表 8： 全球锂供需结构预测（2024-2027E）	21
表 9： 公司新增专利情况	22
表 10： 公司相关新材料行业政策一览	25
表 11： 锂云母提锂板块产量预测	27
表 12： 主营收入及毛利率预测	27
公司盈利预测表	28

1. “设备+材料”双轮驱动

公司是国内锂电池连续化制浆装备，及有机硅装备龙头企业。公司利用设备自主研发优势，通过子公司从事有机硅材料、新能源碱金属材料、碳基硅基合成材料及纳米粉体、有机硅发泡制品装备的研究、生产与销售。公司装备制造板块为下游新材料子公司提供先进的生产设备，并不断发展新材料生产工艺，材料业务又对装备性能形成验证并持续改进。公司以智能装备为核心，延伸至新能源材料和循环经济领域，实现多元化协同发展。

1.1 25Q2 公司业绩拐点或已显现，年内有望实现困境反转

2025Q2 公司业绩拐点或已显现。从营收及利润端观察，2025Q2 公司业绩拐点或已显现。其中，公司实现营收 5.12 亿元，同比增长 12.68%，环比增长 246.72%，创 23Q3 以来单季度新高；实现扣非归母净利润 0.23 亿元，同比增长 674.42%，环比增长 134.43%，较 23Q3 以后各季度业绩表现出明显提升（23Q3 以后，除 24Q3 公司实现扣非归母净利润 0.02 亿元，其余季度均为负数）；每股收益亦由 24Q2 的 0.01 元/股升至 25Q2 的 0.14 元/股。从现金流观察，公司周转状况改善，25Q2 总资产周转率达到 0.12，创 23Q3 以来新高。其中，由于贷款大幅增加，公司 25Q2 销售商品提供劳务收到的现金同比增加 85%至 3.12 亿元，公司销售情况明显优化。此外，由于金德锂的锂云母资源绿色提取项目和江西安德力、天宝利的项目建设进入尾声，公司资本开支连续两年下降。2024 年公司购建固定、无形、长期资产支付的现金同比下降 46%至 2.96 亿元，25H1 该数值为 0.86 亿元，约为 24 年全年的 29%。从盈利能力观察，公司盈利水平改善，销售毛利率由 24Q2 的 18.38%升至 25Q2 的 21.48%（+3.1PCT），同期销售净利率由 0.22%升至 4.45%（+4.2PCT）。

公司年内或将实现困境反转。我们认为公司年内业绩实现困境反转或主要受益于三条主线：

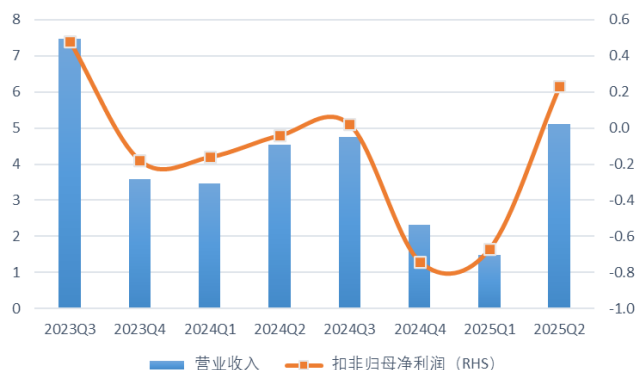
（1）公司锂电设备板块订单回暖。据公司 2025 年一季报，公司锂电设备在手订单增加，这与下游锂电行业的再度扩张相互印证。2025H1 我国锂电池仅储能板块便新增产能项目 84 个，计划投资 2820.91 亿元（2024 年中国锂电池合计新增规划项目约 60 个，较 2023 年减少 37%，投资总额约 1800 亿元，较 2023 年下降 68%），相关头部企业包含中创新航、国轩高科等公司核心客户。以锂电设备接单到交付全流程平均 9 个月估算，公司年内将实现此批订单大部分的回款。考虑到 2024 年锂电设备利润率下降直接拉低了公司整体利润率，锂电设备板块的业绩改善将支撑公司整体业绩反转。

（2）公司锂云母全元素高值化综合利用项目业绩弹性释放。截止 25H1，公司锂云母全元素高值化综合利用项目实现营收同比增长 16.04%至 0.59 亿元，实现毛利 0.06 亿元，毛利率同比提高了 15 个百分点至 9.67%。从公司观察，公司副产品铷铯钾矾重结晶法生产铷铯盐产线已经在子公司江西金德锂建成投产，或将在下半年实现铷铯盐的生产销售。副产品销售抵免将改善公司碳酸锂综合生产成本，并推升综合产线产能利用率，对公司碳酸锂及副产品生产起到降本增量的作用。从行业观察，在“反内卷”政策的引导下，国内碳酸锂供应过剩情况改善，绿色充分低成本提取碳酸锂的路径得到进一步重视，电池级碳酸锂价格已由 25M6 的低点 6 万元/吨上涨 25%至 8 月约 7.5 万元/吨，碳酸锂价格的底部上行将提振公司盈利能力。子公司金德锂 2024 年净利润亏损 4173 万元，公司和行业的双重成长有望帮助金德锂年内止亏。

（3）有机硅供需格局改善推动板块业绩稳步增长。截止 25H1，公司有机硅产品营收同比增长 2.8%至 1.29 亿元，毛利同比增长 67.41%至 0.09 亿元，毛利率同比提高了 2.68 个百分点至 6.94%。据 2025 半年报，受益于机器人人体仿生皮肤、关节密封、传感器封装等需求的发展，公司有机硅业务中液体胶、硅树胶等新兴

品类增速超过 50%。光伏、新能源、机器人等新兴产业的高速发展有望拉动有机硅需求长期增长。同时，从供给端观察，有机硅行业快速扩产阶段或暂告结束，有机硅供给端格局有望得到改善。子公司江西安德力 2024 年净利润亏损 5178 万元，考虑到行业供需格局的改善以及公司有机硅产品产销量在 25 年上半年显现出的实际性增长，安德力年内有望减亏。

图1：公司业绩拐点或已于 2025Q1 显现（2023Q3-2025Q2，亿元）



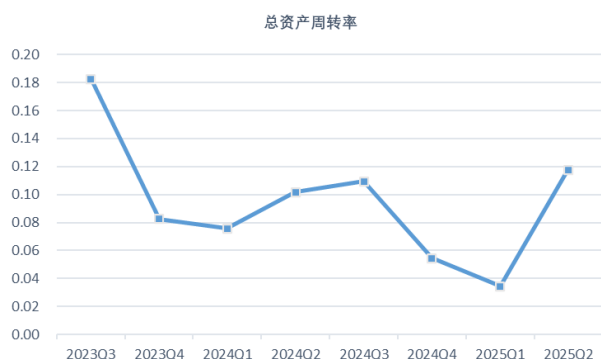
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：公司资本开支期进入尾声（2023Q1-2025Q2，亿元）



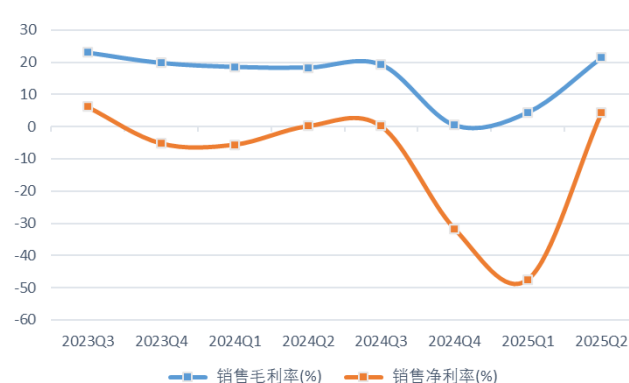
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：公司总资产周转率有所提升（2023Q3-2025Q2）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：公司盈利能力显现回暖（2023Q3-2025Q2）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 公司主营业务分为三大板块

锂电设备板块为公司主营业务支柱。2020-2023 年间，公司主营业务分为三大板块，锂电池设备、有机硅设备及硅橡胶产品（安装服务收入属于设备板块的附加业务）。从营收结构观察，由于锂电设备营收持续高速放大（期间 CAGR 为 120.4%），其对应营收占比由 20 年的 26% 升至 23 年的 74%；而有机硅相关的有机硅设备

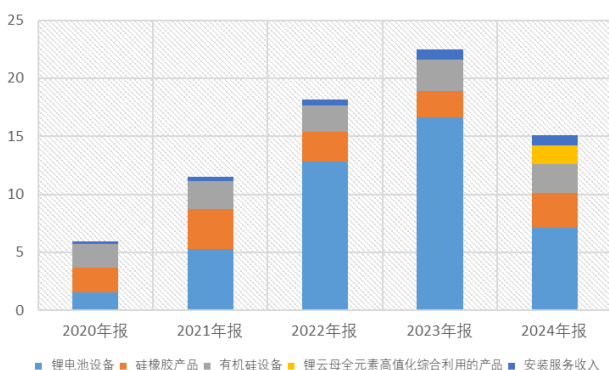
及硅橡胶产品两大板块营收表现则相对稳定，期间 CAGR 分别为 9.1%及 2.2%，因此对应营收占比分别由 35%降至 12%，及由 35%降至 10%。2024 年，公司锂电设备板块营收受行业波动影响快速下滑，同时公司锂云母全元素高值化综合利用项目的产出品正式开启销售，故公司锂电池设备、有机硅设备、硅橡胶产品及锂云母全元素高值化综合利用的产品四板块的营收占比分别为 47%、16%、20%和 11%。

我们认为，公司主营业务可分为三大板块：

- (1) 锂电设备板块：锂电设备业绩表现对公司整体业绩有较大影响，为现阶段公司主营业务支柱。通过对公司锂电设备板块现有优势和未来发展方向的梳理，叠加对行业高速增长的乐观预期，我们认为公司业绩将随着锂电设备板块的再次成长而稳步提升。
- (2) 锂云母全元素高值化综合利用项目板块：公司通过子公司金德锂从事电池级碳酸锂及锂云母资源高值化附加物的销售。随着 2025 年铷盐项目投产，副产品销售抵免将带动公司锂云母产能持续提升，促进公司实现低品位锂云母的充分低成本提取。由于公司碳酸锂产能及产量均有较大增长预期，铷盐等副产品销售亦将带来较大利润空间，公司成长弹性或已发生质变。
- (3) 有机硅设备及产品板块：公司通过子公司天宝利、安德力从事高端有机硅新材料、水性环保树脂的研发、生产和销售。公司凭借首创连续法工艺+全品类覆盖+高客户粘性+持续技术创新，稳居国内有机硅及高分子智能装备龙头。因此，公司有机硅设备及产品板块业绩表现具有稳定性，或与行业成长共振。

本文为金银河公司深度报告系列第二篇，着重分析锂云母全元素高值化综合利用项目板块。

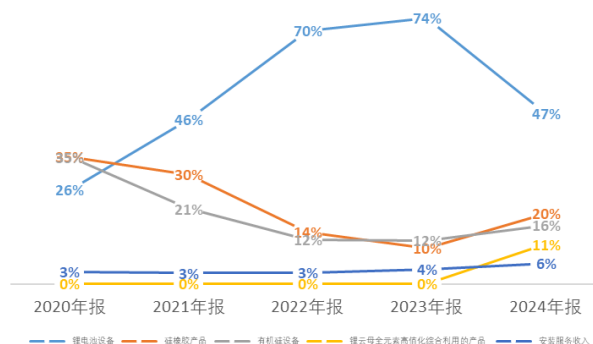
图5：2020-2024 年间公司营收结构变化（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

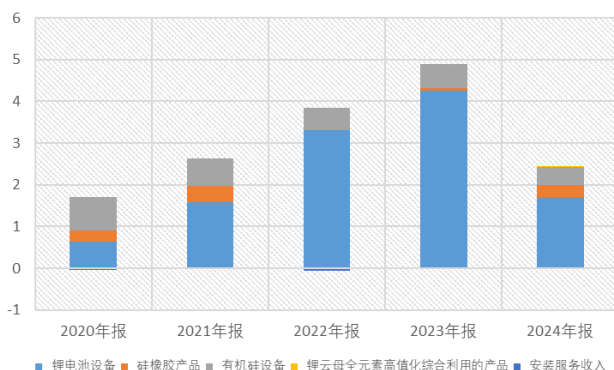
图7：2020-2024 年间公司毛利结构变化（亿元）

图6：2020-2024 年间公司各板块营收占比变化

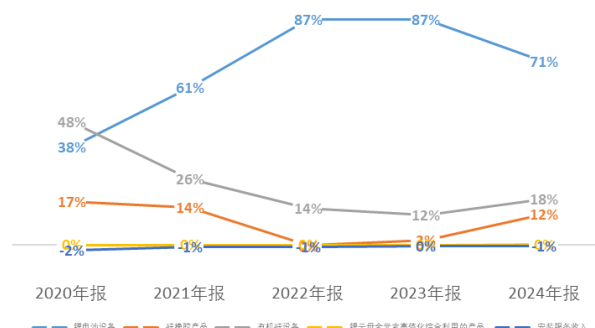


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：2020-2024 年间公司各板块毛利占比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

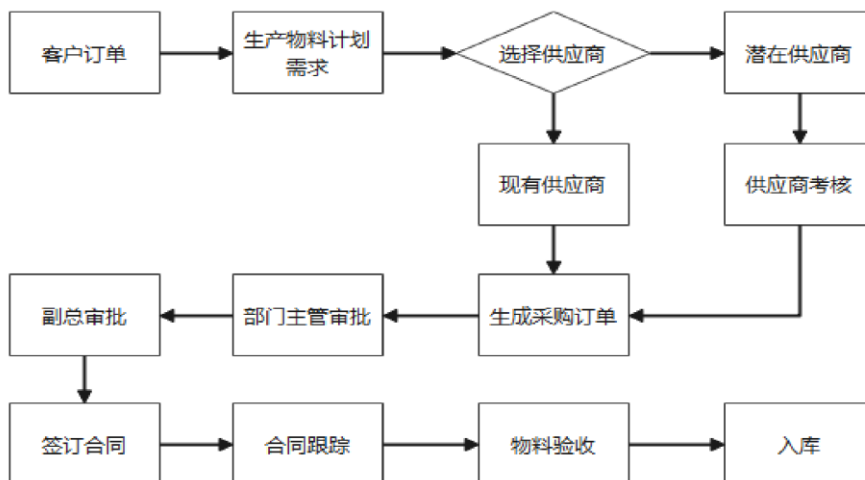


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 采购-生产-销售一体化灵活驱动

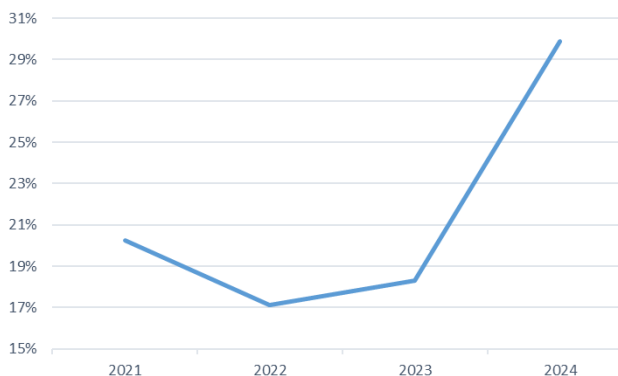
- 采购模式：采取以订单驱动的采购模式。**公司根据生产计划所需原材料并结合原料库存等因素制定统一采购计划，根据采购的标准化流程及供应商采购规范管理制度来进行原材料采购并进行质监检测。公司设备类产品生产原材料主要为电机、减速机、仪器仪表、电器元件、泵、液压件、气动件等标准件，螺杆及辅助系统、设备构件、存储装置等定制件和不锈钢、碳钢等基础材料；有机硅产品的原材料主要为生胶、白炭黑等化工材料。
- 生产模式：采取以销定产的柔性生产方式。**公司根据销售订单来制定生产计划，采取接单生产的生产模式。此外，当产能富余时为应对计划外订单，公司通常会根据市场行情导向及需求预判来进行柔性生产，以满足计划外订单的弹性需求。
- 销售模式：产品销售为直销模式。**公司坚持以客户需求为导向，通过 FAE 售前服务积极参与客户产品设计并提供完整的应用解决方案，通过营销平台下设的国内及国外两个销售单元向客户提供个性化或标准化产品。此外，公司通过“品牌-市场推广-订单转换-售后服务-客户反馈”的全流程服务体系来有效提升品牌形象。

图9：金银河采购模式



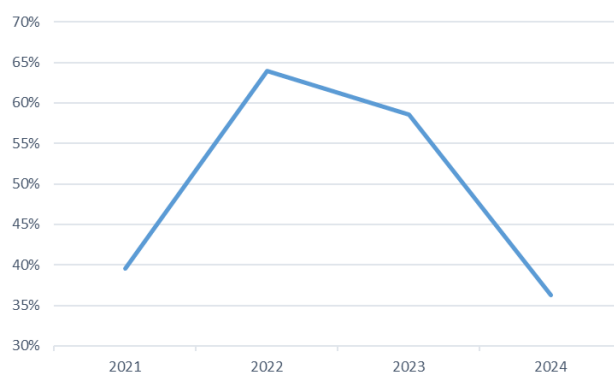
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：2021-2024 年前五大供应商集中度变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：2021-2024 年前五大客户集中度变化

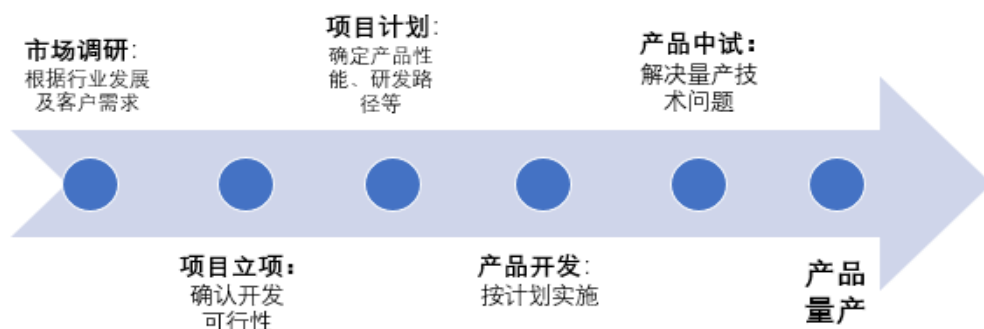


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.4 研发模式：研发以市场为导向

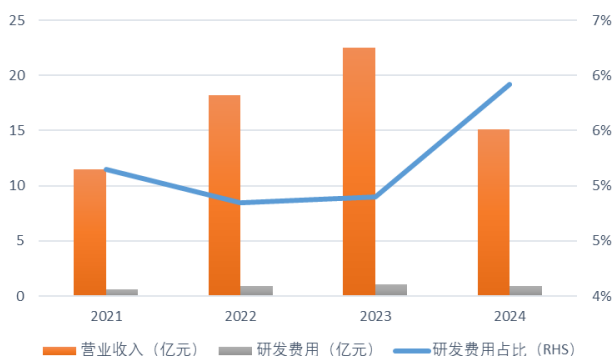
公司研发主要集中在锂电设备、有机硅设备、锂云母提取碳酸锂装备、锂云母提取锂铷铯碱金属产品及有机硅及高分子化合物产品四方面。公司通过市场调研、项目立项、项目计划、产品开发、产品中试及产品量产等六阶段来有效匹配研发及生产，此外，在研发过程中会进行可行性、计划决策、转中试及转量产四次重大决策评审。

图12：金银河研发模式



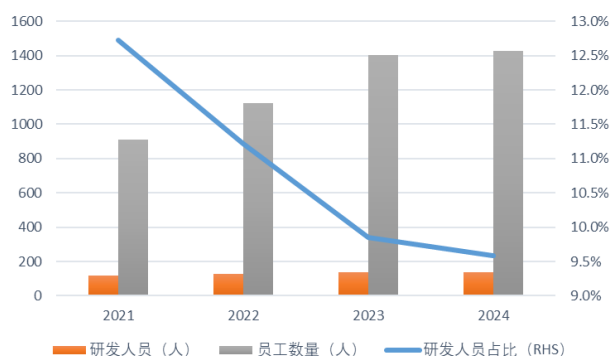
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：2021-2024 年公司研发费用占营业收入比例



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：2021-2024 年公司研发人员数量及占比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.5 公司在行业内的主要竞争对手

在锂电设备行业，公司主要竞争对手：合浆设备板块为瑞士布勒集团，涂布机板块为新嘉拓，辊分设备板块为纳科诺尔。在锂产品板块，公司与中矿资源均包含碳酸锂及铷、铯产品的生产销售

表1：公司主要竞争对手

	公司名称	股票代码	简介
锂电设备	瑞士布勒集团	/	瑞士布勒集团是一家具有全球影响力的企业，成立于1860年。公司在食品加工、先进材料、装备制造等板块均表现出色。公司的连续式电极浆料生产工艺，适用于大规模锂离子电池（LIB）的生产制造，与传统批次式搅拌方式相比，可降低运营和投资成本，同时提供更高的产品一致性和产品质量。
	新嘉拓	/	深圳市新嘉拓自动化技术有限公司是江苏嘉拓新能源智能装备股份有限公司全资子公司，专注于锂电池生产设备的研发制造。主营业务涵盖涂布机、注液机等自动化设备技术开发，拥有超过500项授权专利。
	纳科诺尔	832522.BJ	邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司的主营业务是为电池生产企业和有高精度辊压需求的企业提供高精度、高稳定性、操控便捷的成套设备。公司的主要产品是智能辊压设备。
金属产品	中矿资源	002738.SZ	中矿资源集团股份有限公司的主营业务是硬岩型锂矿开发、锂精矿加工和锂化合物生产销售。公司的主要产品是电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂和电池级氟化锂。

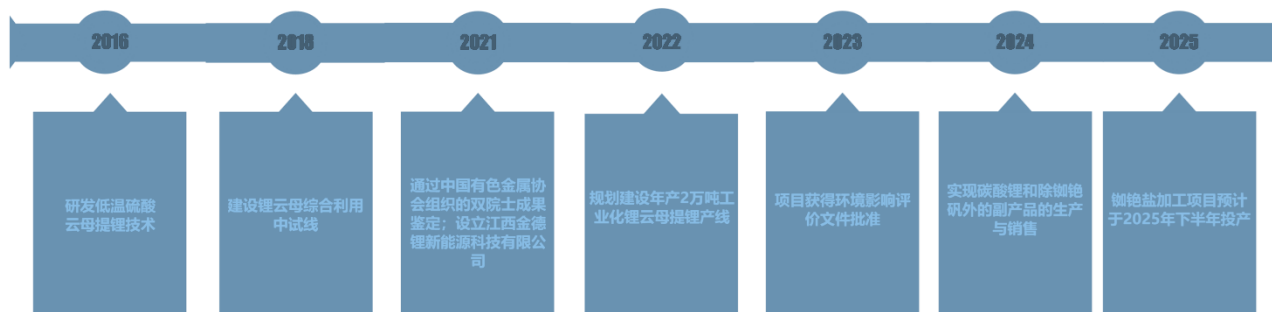
资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

2. 锂云母绿色高值全元素提取业务或推动公司业绩快速增长

2.1 锂云母绿色高值全元素提取项目业绩弹性稳步释放

锂云母绿色高值全元素提取项目业绩弹性稳步释放。公司自 2016 年开始研发低温硫酸云母提锂技术，并凭借该技术成功实现锂云母绿色高值全元素提取，可有效提取锂云母中的有价（氟、硅、铝、钾、锂、铷、铯）元素。公司于 2018 年开始建设锂云母综合利用中试线，后在 2021 年 9 月通过中国有色金属协会组织的双院士成果鉴定，整体技术国际领先，金德锂自研的低温硫酸云母提锂技术已实现锂云母全元素清洁低成本开发。同年，公司依托锂云母项目设立独立运营产业化项目子公司：江西金德锂新能源科技有限公司。金德锂于 2022 年开始规划建设年产 2 万吨工业化锂云母提锂产线，该项目环境影响评价文件在 2023 年底获批。2024 年金德锂成功生产碳酸锂和铷铯钾矾、钾盐、明矾、硅砂等副产品，并实现了碳酸锂销售和除铷铯钾矾外的副产品销售，铷铯钾矾产品则储备为进一步提取铷铯盐项目的原材料。2025 年 5 月，公司铷铯盐加工项目环境影响报告书得到批准。据公司 2025 年半年报，千吨级铷铯盐产线已建成投产，预计年内将实现铷铯盐生产及销售。25H1 公司锂云母全元素高值化综合利用项目产能利用率持续爬坡，推动营收同比增长 16.04%至 0.59 亿元，实现毛利 0.06 亿元，毛利率同比提高了 15 个百分点至 9.67%。随着铷铯盐进入生产销售，公司下半年业绩弹性或进一步释放。

图 15：公司锂云母综合高值化利用项目时间轴



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表2：金德锂主要生产产品介绍

序号	产品	产品用途
1	电池级碳酸锂	该材料是生产锂离子电池正极材料的关键核心原料。此外，作为锂离子电池的电解质添加剂，不仅能够显著提高电池的安全性能，而且可延长使用寿命。
2	工业级碳酸锂	该材料是生产锂离子电池的核心原料。工业级碳酸锂可用于制备储能型磷酸铁锂、锰酸锂等产品，并广泛用于玻璃、陶瓷、合成橡胶、医药等行业。
3	铷盐	工业硫酸铷：一般用于制备金属铷和各种铷盐的原料、催化剂所生产、微型高能电池和晶体闪烁计数器，因其特有的性质，在航空航天、原子能、生物及能源等众多高新技术领域发挥着重要的作用。工业碳酸铷：碳酸铷可用于制备其它铷盐的基础原料，常应用于制备含铷单晶的原材料、特种玻璃、陶瓷工业、微型高能电池和晶体闪烁计数器等领域。
4	铯盐	工业碳酸铯：碳酸铯可作为太阳能电池的活性层和Al电极之间的修饰层，提高器件转换效率，生成Al-O-Cs化合物可提高太阳能电池的短路电流和光电转换效率，且由于碳酸铯层本身的致密性，器件的稳定性也得到明显提升。碳酸铯也用于烷基芳醚合成的催化剂。工业硫酸铯：分析微量铝和三价铬的重要分析试剂；与金属钒或五氧化二钒一起作为二氧化硫氧化的催化剂；超速离心机产生分离密度梯度的液态介质；并广泛应用于酿酒、矿泉水等领域。
5	硫酸钾	硫酸钾的吸湿性小，不含氯，不易结块，物理性状良好，施用方便，主要用途为：1、是很好的水溶性钾肥，也是制作无氯氮、磷、钾三元复合肥的主要原料。2、是制造各种钾盐如碳酸钾、过硫酸钾等的基本原料。3、玻璃工业用作澄清剂。4、染料工业用作中间体。5、香料工业用作助剂等。6、医药工业还用作缓泻剂、治疗可溶性钡盐中毒等。
6	钾明矾	该产品是一种含有结晶水的硫酸钾和硫酸铝的复盐。用于制备铝盐、发酵粉、油漆、鞣料、澄清剂、媒染剂、造纸、防水剂、净水剂、有色玻璃、微晶玻璃等行业。
7	硅砂（主要成分SiO ₂ ）	主要用于陶瓷工业、玻璃工业。可作为玻璃溶剂和陶瓷成瓷，在成瓷过程中可起到矿化剂作用，缩短素烧周期的冷却时间。

资料来源：金银河 2024 年年度报告，东兴证券研究所

2.2 低温硫酸法锂云母提锂技术优势显著

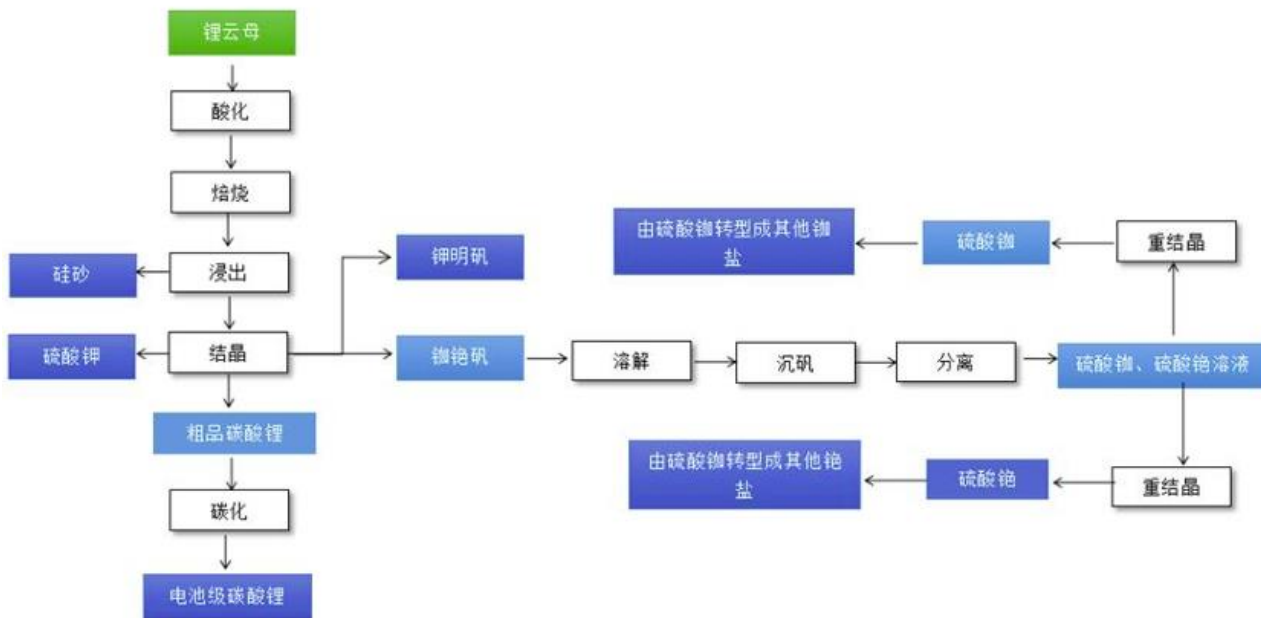
公司自研的低温硫酸法锂云母提锂技术优势显著。公司自研且独有的低温硫酸法锂云母提锂技术能够有效提

取锂云母中的锂、铷、铯、钾、氟、硅、铝等金属元素，并可同时产出大量钾明矾、硫酸钾、硅砂等副产品，且可对硅砂、明矾等副产品进一步深加工从而提升资源的综合利用效率，如将硅砂转化为气凝胶、白炭黑等高附加值产品。低温硫酸法提锂技术大幅降低了生产成本，其技术突破性主要表现在三个方面：**（1）低能耗。**由于低温硫酸法反应温度在 300℃ 以下（高温硫酸盐法在 800-950℃），使得其生产能耗较高温硫酸盐法降低 50% 以上。**（2）高回收率，且可实现全元素回收。**低温硫酸法提取的碳酸锂纯度可达 99.9% 以上，对应锂、铷、铯回收率均超 90%。相比之下，高温硫酸盐法的锂回收率仅为 70%-85%，并仅能提取少量铯盐。**（3）绿色环保，近零排放。**副产品的生产不仅提升了项目的综合收益，而且解决了冶炼端锂渣消纳的困难（每吨碳酸锂产生固渣少于 0.3 吨）。相比之下，通过传统高温硫酸盐法锂云母提锂，每生产一吨碳酸锂产生的锂渣往往超过 30 吨。由于环保政策禁止锂渣填埋或露天堆放，高温硫酸盐法锂云母提锂生产商需建设锂渣消纳场以堆放锂渣，具有更大成本压力，且产能利用率的提升或因此受限。

公司通过重结晶工艺精炼铷铯盐。低温硫酸法提取锂云母中的铷铯元素为副产品铷铯钾矾，公司再通过同样自研的重结晶工艺进行精炼，生产铷、铯盐产品。公司的重结晶工艺可免除萃取剂的使用，大大降低了铷、铯的提取成本。另一方面，铷铯盐生产原料为公司自产的铷铯钾矾，因此免除了绝大部分的原料采购成本。公司副产品综合生产成本较低，并通过副产品销售抵免进一步降低了碳酸锂生产成本。

低温硫酸法提锂或为我国锂供给高质量增长提供关键路径。受制于资源赋性及开发难度，我国锂供给生产成本偏高，矿端生产商盈利能力较弱，对进口矿石的依赖较强（2024 年我国进口锂精矿约 525 万吨，同比增长 31%，进口量占国内总需求的 65% 以上）。从资源端观察，2024 年中国锂资源储量为 300 万金属吨，全球第四，占比 10%。盐湖卤水、锂辉石和锂云母分别占中国锂资源总量的 82%、11% 和 7%。然而，我国盐湖卤水矿锂含量低，镁锂比普遍较高，导致锂萃取率偏低，技术通用性差，且部分盐湖分布在生态环境脆弱的地区难以开采。此外，我国锂辉石及锂云母矿石多数品位较低。且锂辉石由于加工难度大、能耗高且环保成本高，因此生产成本一般高于锂云母。从实际产出观察，2024 年中国碳酸锂产量约 70.1 万吨，约占全球产量的 57%。其中，江西锂云母产出占中国产量 40%，青海盐湖产出占比 18%，四川锂辉石占比 17%。锂云母提锂，由于其相较锂辉石提锂成本较低，相较盐湖提锂在国内的技术难度较低，因此对我国锂实际供给极为重要。考虑到现阶段碳酸锂价格已降至 7 万元/吨，突破了大部分国内锂云母提锂生产商成本线，锂云母提锂的充分低成本提取已成为我国锂矿端供给的关键。公司自研的低温硫酸法提锂技术，通过副产品销售抵免大幅降低了碳酸锂生产成本，可以对低品位锂云母矿石实现绿色高值综合应用。叠加我国锂矿找矿的持续突破（据自然资源部，2024 年我国三类锂矿新增资源量均超千万吨），低品位锂云母的充分低成本提取或将优化锂矿端生产商盈利能力，降低我国锂矿石的对外依赖，有效解决“白色石油”卡脖子难题，为我国锂供给高质量增长提供关键路径。

图16：公司锂云母绿色高值全元素的提取锂工艺流程简图



资料来源：金银河 2024 年年度报告，东兴证券研究所

表3：低温硫酸法与高温硫酸盐法对比

指标	低温硫酸法	高温硫酸盐法
反应温度	300℃以下	800-1000℃
冶炼渣量（每吨碳酸锂）	少于0.3吨	30吨以上
铷铯元素提取率	铷铯盐生产采取结晶工艺，提取率85%以上	冶炼段采用硫酸盐工艺，铷铯浸出率低，铷铯分离采用萃取工艺，需要新增萃取装置，收率较低、萃取剂消耗高且萃取后废液难处置
锂回收率	85%以上	70%-85%
副产品/副产物	铷铯矾、明矾、硫酸钾、硅砂等，其中硫酸钾可以直接出售，其他副产品可以进一步进行深加工	硫酸钾钠混合盐、仅少量铷铯，锂渣
环保性	1、无废水、固废少2、焙烧环节只有硫酸	1、锂渣的处置方式主要是堆放在消纳场，占用土地不可持续，二次污染环境隐患大。2、硫酸盐焙烧辅料中加入硫酸钾、硫酸钠等，导致提锂后的尾渣中硫酸根和钾、钠等碱金属超标等。
其他	铷铯矾在建设提取高纯铷铯盐产线副产品明矾、硅砂可以进一步深加工	/

资料来源：金银河 2024 年年度报告，东兴证券研究所

2.3 中国铷铯进口依赖度极高，高科技领域需求具有增长空间

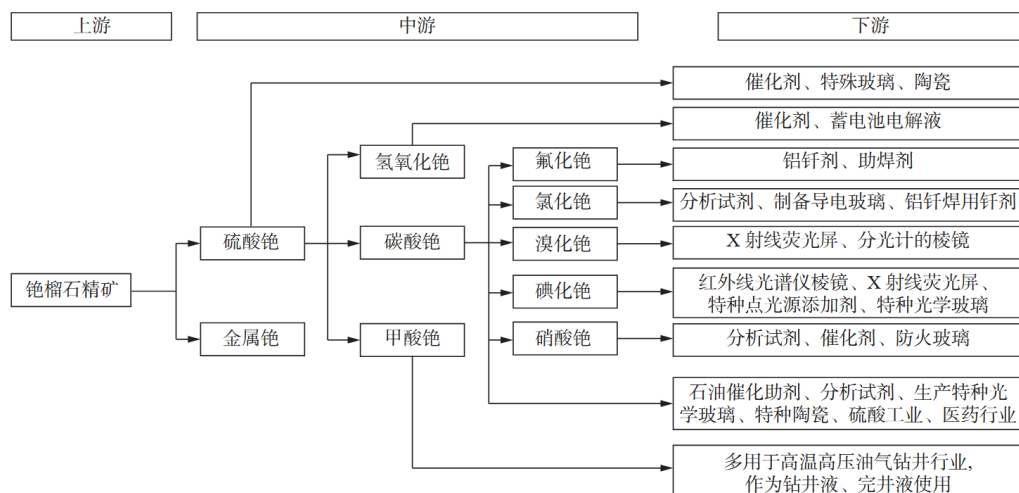
中国铷资源短期内难以经济地开发利用。据 USGS 数据，全球铷储量约为 20 万吨，而中国铷储量接近 10 万吨，占比接近 50%，但目前没有独立的工业矿。中国铷资源主体的硬岩型铷矿床多为花岗岩型或花岗岩+花岗伟晶岩型，多为其他矿种的伴生元素，品位普遍介于 0.1%-0.2%之间，相对国外伟晶岩型铷矿床品位

（1%-3.16%）普遍较低，今年虽然发现了大量的含铷矿山，但综合利用方案没有实现工业化，短期内难以经济地开发利用，仍依赖于国外矿石进口。由于不存在富铷矿物，铷提取难度较大，主要作为铯和锂的加工副产品进行综合回收，其生产成本普遍比铯生产成本高 10-20 倍，平均价格是铯的 5-6 倍。过高的单价限制了铷在市场的广泛应用，据安泰科统计，中国铷金属年需求量仅为 3 吨左右，且以传统需求为主。2020 年 9 月，国家发展和改革委员会等四部门联合印发了《关于扩大战略性新兴产业投资，培育壮大新增长点增长极的指导意见》，在加快新材料产业强弱项中提出了实施新材料创新发展行动计划、提升锂、铷、铯等特色资源在开采、冶炼、深加工等环节的技术水平的要求，为推进铷铯开发利用产业化发展提供有力政策支持。原子钟、磁流体发电机、离子推进器、锂离子电池、光伏钙钛矿、创新药、生物有机合成催化剂、低温焊接剂高科技领域都或成为铷需求的潜在增长点。

铷供应极为刚性，中国进口依赖度极高。铷具有独立矿物铷榴石，主要产于富锂的交代型花岗伟晶岩中。据 USGS 数据，全球铷矿资源储量不足 20 万吨，主要集中在加拿大、津巴布韦、纳米比亚和澳大利亚等国。中国目前没有铷榴石独立矿床，铷榴石几乎 100% 来源于进口。中国可利用的铷矿绝大部分赋存在锂云母、盐湖中，品位低，一般是从锂云母提锂后的母液中再次通过萃取工艺提取铷等伴生元素，但该工艺铷的收率低、开发利用难度大，萃取成本较高。从企业端观察，中矿资源和美国雅宝为全球范围内可实现铷铯盐量产的主要公司，且雅宝公司的铷榴石矿山（Tanco）已被中矿资源收购，现仅有库存可以使用，将逐步退出铷铯市场。中矿资源作为全球铷铯盐精细化工领域的龙头企业，其 2023/2024 年铷铯精细化工产量分别为 962/960 吨，维持稳定。通过历史市场调研数据及中矿资源历史产量推测，2024 年全球铷及其化合物产量约为 2200 吨。根据《全球铷矿资源特点和开发利用研究》，国内学者以油气钻探、催化剂、医药、光电器件、原子钟、特种玻璃和能量转换等相关部门“十四五”产业发展规划为目标测算，2025 年中国氧化铷需求总量或升至 1000 吨左右，航天、创新药、医疗器械、半导体、钙钛矿光伏高科技领域需求占比将大幅增长（2020 年占比仅为 5%）。参考全球其他国家氧化铷历史需求数据，2025 年全球氧化铷需求总量或升至 2600 吨。

公司铷铯盐项目或有效缓解中国对海外铷铯资源的高度依赖。由于铷铯具有独特的光电与化学性能，其在卫星导航、航空航天、国防军工、磁流体发电、量子通讯、光电材料等高科技领域具有不可替代性。我国“十四五”规划已明确要求加强铷、铯资源保障，美国、日本等国家也已将铷、铯列入关键矿产清单。公司通过低温硫酸法提取锂云母中的铷铯钾矾，再通过重结晶工艺精炼出铷、铯盐产品，该生产工艺的创新或打破铷铯盐传统供应格局，实现锂云母伴生铷铯资源的高效充分提取，具有极重要的战略价值。考虑到我国铷铯资源的高进口依赖度，公司铷铯盐精炼项目将为我国铷铯资源的供应链安全提供关键支撑，并通过高纯度铷铯盐的稳定生产为我国铷铯盐的工业及高科技应用的发展提供了坚实的原料基础。

图17：铷产业链结构图



资料来源：中国矿业《全球铷矿资源特点和开发利用研究》，东兴证券研究所

2.4 铷盐业务或使公司成长弹性质变

公司云母提锂产能利用率较低，降本空间较大。受 2024 年碳酸锂价格下滑影响，叠加高净值的铷盐产品未能投入生产销售，公司锂云母绿色高值全元素提取项目产能利用率仍然较低，对应生产成本未能有效降低。因此，2024 年金德锂实现营业收入为 1.67 亿元，净利润为-0.42 亿元，仍然呈现亏损状态。根据金德锂 2024 年营收及 2024 年碳酸锂年度均价测算，公司 2024 年碳酸锂产量约为 2400 吨。以 10000 吨碳酸锂产能测算，公司 2024 年碳酸锂产能利用率仅为 24%。结合金德锂盈利情况估算，公司 2024 年碳酸锂生产成本约为 70000 元/吨。随着后期产能利用率提升及高净值副产品销售抵免，公司碳酸锂综合生产成本有望大幅下降。此外，公司提锂用原材料来源进一步丰富化。公司的锂云母绿色高值全元素提取项目原材料已可从国内锂云母精矿扩展至非洲津巴布韦、尼日利亚、莫桑比克的锂云母精矿，甚至可利用磷锂铝石、锂黏土进行生产。原料供应的多元化有望帮助公司实现产能利用率的稳定提升，亦有助于公司综合资源利用效率的优化。

铷盐生产销售或使公司成长弹性质变。公司通过低温硫酸法从锂云母中提取铷盐的技术，极大降低了铷盐的提取难度与提取成本，打破了铷盐传统的供应格局。根据公司实验数据，1 吨碳酸锂可副产 0.1 吨铷、0.03 吨铯、6 吨硫酸钾及 10 余吨明矾。其中，铷盐市价约为 400 万元/吨，铯盐市价约为 135 万元/吨，均有极高的市场价值。以 3000 吨碳酸锂产量测算，公司可副产铷盐 300 吨，铯盐 90 吨。由于铷盐现阶段市价较高，需求偏弱，故对公司副产品销售收入测算以铷盐为主：90 吨铷盐可对应额外销售收入约 1.2 亿元；以铷盐精炼项目 8 月投产计算，该项目预计 2025 年可为公司带来额外收入约 4000 万元，帮助金德锂 2025 年度实现大幅度减亏。展望锂云母绿色高值全元素提取项目后期弹性，以 10000 吨碳酸锂产能测算，公司可生产铷盐 1200-1700 吨（市价约 400 万元/吨），铯盐 300-450 吨（市价约 120-140 万元/吨）。由于铷盐现阶段国内供需偏弱，市价较高，仅考虑铷盐销售情况亦可实现副产品销售收入 5.4 亿元。综合测算在正常达产状态下，以碳酸锂约 8 万元/吨、铷盐约 120 万元/吨测算（铷盐供给增加或导致价格下行，预期由 130 万元/吨降至 120 万元/吨），子公司金德锂可实现营业收入约 12.8 亿元（较 2024 年营收+666%），对应毛利润约 4.3 亿元（较公司 21-23 年平均净利润 0.79 亿元增长 4.4 倍）。此外，根据公司锂云母提锂项目环评，该项目批准产能为年产 2 万吨工业化锂云母提锂产线，这意味着在该业务有效实现利润背景下，公司仍有产能快速扩张的空间。

3. 锂行业供需关系或持续改善

3.1 生产成本分化或决定锂供给增量

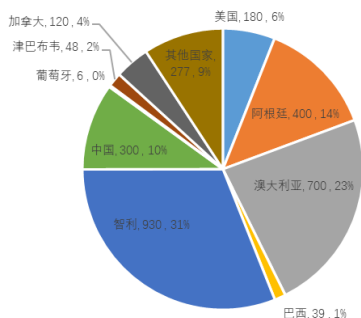
全球锂资源储量集中度较高，盐湖卤水为重要来源。根据USGS数据，2024年全球锂资源储量合计3000万金属吨，折合碳酸锂当量约为1.54亿吨。全球锂资源储量集中度较高，CR5达84%。其中，智利（930万金属吨，占比31%）、澳大利亚（700万金属吨，占比23%）、阿根廷（400万金属吨，占比14%）、中国（300万金属吨，占比10%）和美国（180万金属吨，占比6%）分列前五。从来源观察，锂资源赋存于盐湖和矿床中。全球盐湖卤水中的锂资源约占锂资源总量的58%，锂辉石与锂云母两种矿物则为主要的矿端来源。根据中国地质调查局数据，盐湖卤水、锂辉石和锂云母分别占中国锂资源总量的82%、11%和7%。

2024年全球锂产量CR5达91%，盐湖提锂产量CR3达98%。分国家统计，根据USGS数据，2024年全球锂产量为24万金属吨，产量集中度较高，CR5达91%。澳大利亚（8.8万吨，占比37%）、智利（4.9万吨，占比20%）、中国（4.1万吨，占比17%）、津巴布韦（2.2万吨，占比9%）和阿根廷（1.8万吨，占比8%）分列前五。分来源统计，2024年全球锂资源供应总量为123.1万吨碳酸锂当量（LCE），同比增长26%。其中，锂辉石产量约为63.2万吨LCE，占比51%；盐湖提锂产量约为47.5万吨LCE，占比39%；锂云母提锂约12.4万吨LCE，占比10%。盐湖提锂方面，产量集中度极高，CR3高达98%。智利的阿塔卡玛盐湖2024年产量达24.4万吨LCE，贡献了全球盐湖提锂产量的51%；中国与阿根廷同期产量分别为12.9万吨LCE和9.1万吨LCE，占比分别为27%及19%。

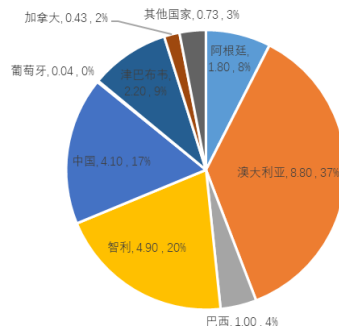
2020-2024年间锂供给CAGR高达31%，盐湖提锂或决定锂矿产出弹性。根据USGS数据，2020-2024年间，全球锂供给量由20年的8.3万金属吨增长至24年的24万吨金属吨，期间CAGR高达31%。观察现阶段的锂供给来源分布，盐湖提锂产量占比为39%，相对其58%的储量占比较低。进一步对成本进行观察，盐湖提锂现金成本约为2.2-3.5万元/吨，显著低于锂云母提锂的5-7万元/吨，及锂辉石提锂的6-8万元/吨。资源优势及成本优势暗示盐湖提锂产量占比或仍有提升空间。从资本开支项目观察，2025年智利SQM及ALB项目，阿根廷的Cauchari-Olaroz、Mariana、Centenario-Ratones等盐湖提锂项目产能或持续爬坡，或推动2025年全球盐湖提锂产量同比增长24%至59.1万吨LCE。此外，随着澳大利亚Kathleen和Holland等矿山投产，2025年锂辉石产量预计增加10万吨LCE，2025年全球锂产量或同比增长16.9%至143.8万吨LCE，盐湖提锂产量占比或由24年的39%升至25年的41%。考虑到锂价持续下行对高成本矿企的锂产出影响（澳大利亚Bald Hill及Ngungaju矿山已停产，宁德时代江西锂云母业务暂停），2025年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性，我们预计2024-2027年间，全球锂供给或由123.1万吨LCE增至186万吨LCE，期间CAGR或达15%。其中，盐湖提锂产量或由24年的47.5万吨LCE增至27年的84万吨LCE，期间CAGR或达21%，对应供应占比或由39%升至45%。

图18：2024年全球锂资源储量分布（万吨）

图19：2024年全球锂产量分布（万金属吨）



资料来源：iFinD，USGS，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，USGS，东兴证券研究所

表4：全球锂供给预测（2024-2027E）

万吨LCE	2024	2025E	2026E	2027E
锂辉石产量	63.2	73	82	91
锂云母产量	12.4	11.7	11	11
盐湖提锂产量	47.5	59.1	71	84
锂供给总计	123.1	143.8	164	186
盐湖提锂占比	39%	41%	43%	45%

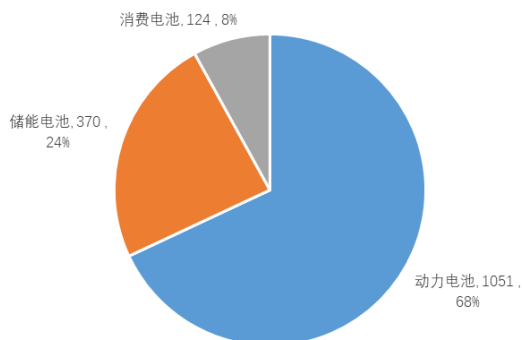
资料来源：iFinD，USGS，各公司年报，东兴证券研究所

3.2 “新能源汽车+电化学储能+低空经济+AI”，新质生产力行业发展驱动锂需求增长

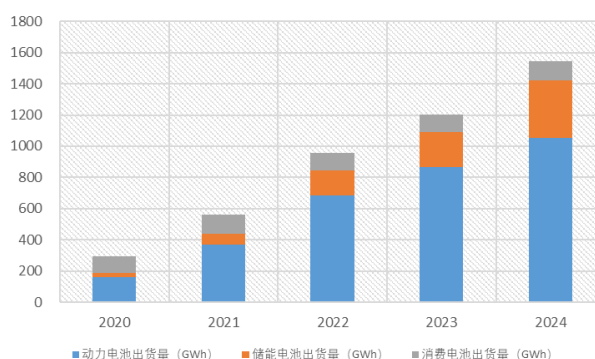
锂电池行业发展支撑全球锂需求上行。经测算，2024 年全球碳酸锂合计需求量约 103 万吨，其中锂电池合计碳酸锂消耗量为 98 万吨，占全球碳酸锂需求比例达 96%。根据下游需求应用领域不同，锂电池可分为动力锂电池、储能锂电池与消费锂电池三类。2024 年全球锂电池合计出货量为 1545.1GWh，同比上涨 28%。其中，动力锂电池出货量为 1051GWh（同比+21%），占锂电池比例 68%；储能电池出货量 370GWh（同比+65%），占锂电池比例 24%；消费锂电池出货量 124GWh（同比+10%），占锂电池比例 8%。受益于新能源汽车与新型电力储能的快速发展，动力与储能锂电池出货量增长迅速，低空经济及 AI 等新兴领域的发展亦将提振锂远期需求，共同推动锂电池行业成长。2020-2024 年期间，全球动力锂电池出货量由 158GWh 增长至 1051GWh，期间 CAGR 高达 61%；全球储能锂电池出货量由 29GWh 增长至 370GWh，期间 CAGR 高达 90%。而消费锂电池出货量较为稳定，期间均值为 117GWh。

图20：2024 年全球锂电池出货量分应用领域占比情况（GWh）

图21：2020-2024 全球锂电池出货量变化



资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

（a）动力锂电池：2024-2027 全球动力锂电池对应碳酸锂消耗量 CAGR 或达 25%

锂电池凭借其体积小、能量密度高、使用寿命长及安全性高等优势，在新能源汽车中得到广泛应用。考虑到动力锂电池在锂电池行业中的高需求占比情况，锂电池需求量提升与新能源汽车行业发展密不可分。2020-2024 年间，全球新能源汽车产量由 344 万辆增至 1824 万辆，对应渗透率由 4% 增至 20%。我们预计 2024-2027 年间新能源汽车行业仍将维持高速发展，或推动全球动力锂电池出货量由 1051GWh 升至 2034GWh，对应碳酸锂消耗量或由 67 万吨升至 129.6 万吨，期间 CAGR 或达 25%。此外，低空经济的商业化应用推广，亦将推动动力锂电池远期需求提升。

表5：动力锂电池需求预测（2020-2027E）

	纯电（万辆）	混动（万辆）	新能源合计（万辆）	动力电池出货量（GWh）	碳酸锂消耗量（万吨）	%
2027E	2314	1246	3560	2034	129.6	16%
2026E	2030	1046	3075	1757	111.9	22%
2025E	1692	833	2526	1443	91.9	37%
2024	1240	584	1824	1051	67.0	21%
2023	1066	458	1524	865	55.1	26%
2022	872	253	1125	684	43.6	84%
2021	579	118	697	371	23.6	135%
2020	279	66	344	158	10.1	/

资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

（b）储能锂电池：2024-2027 全球储能锂电池对应碳酸锂消耗量 CAGR 或达 18%

中国可再生能源新增装机增长迅速，推动储能市场规模持续扩大。根据《国电十四五总体规划及 2035 年远景展望》指示，中国电力结构将由传统化石燃料为主向清洁低碳可再生能源电力转变。光伏、风电等可再生能源由于其发电具有波动性和间歇性，因此需要储能系统配合，以达到电力系统的柔性平衡。而传统火电、核电、水电发电亦可采取新型电化学储能，从而起到节约能源的功效。参考《“十四五”可再生能源发展规划》，2025 年可再生能源年发电量将达到 3.3 万亿千瓦时左右，“十四五”期间可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比或超过 50%。2024 年中国水电、火电、核电、风电及光伏合计新增装机容量高达

433.2GWh，同比增长 17%，再创历史新高。可再生能源装机量的增长，推动 2024 年全球储能锂电池出货量同比增幅达到 65%，亦创下历史峰值。随着储能市场规模的持续扩大，我们预计 2024-2027 年间，全球储能锂电池出货量或由 370GWh 增至 611GWh，对应碳酸锂消耗量或由 23.6 万吨增至 38.9 万吨，期间 CAGR 或达 18%。

表6：储能锂电池需求预测（2020-2027E）

	中国电源新装机容量 (GWh)	中国储能锂电池出货量 (GWh)	中国储能锂电池出货量占比	全球储能锂电池出货量 (GWh)	碳酸锂消耗量 (万吨)	%
2027E	784.9	549.4	90%	610.5	38.9	22%
2026E	641.3	448.9	90%	498.8	31.8	22%
2025E	523.8	366.7	90%	407.4	26.0	10%
2024	433.2	335	91%	369.8	23.6	65%
2023	369.1	206.0	92%	224.2	14.3	41%
2022	195.9	138.1	87%	159.3	10.1	140%
2021	175.7	48.0	72%	66.3	4.2	133%
2020	191.2	16.2	57%	28.5	1.8	/

资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

（C）消费锂电池：2024-2027 全球消费锂电池对应碳酸锂消耗量 CAGR 或为 2%

消费锂电池可应用于手机、便携式电脑、蓝牙耳机、可穿戴设备等 3C 电子产品中，其市场较为饱和，用户往往有较长的换机周期，因此需求量较为稳定。2020-2024 年间，全球消费锂电池平均出货量为 117GWh。我们预计 2024-2027 年间全球消费锂电池出货量或在 AI 领域的发展下小幅增长，由 2024 年的 124GWh 增至 2027 年的 133GWh，对应碳酸锂消耗量或由 7.9 万吨增至 8.5 万吨，期间 CAGR 或为 2%。

通过对动力锂电池、储能锂电池及消费锂电池三个领域的拆分拟合，整合我们可得到全球锂电池出货量整体预测。我们认为，受益于新能源汽车发展带来的动力锂电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027 年间全球锂电池合计出货量或由 24 年的 1545GWh 增至 27 年的 2778GWh，对应碳酸锂消耗量或由 98 万吨增至 177 万吨。结合锂电池行业在碳酸锂需求中占比分析（2024 年：96%），全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨，期间 CAGR 或达 21%。

结合我们对锂供给的预测，我们认为随着成本制约导致锂供给增速下滑，叠加新能源汽车及新型电化学储能系统驱动锂需求增长，锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善，期间超量供给或持续收窄至 12 万吨 LCE，供应过剩状况持续减缓。

表7：全球锂需求预测（2020-2027E）

	动力电池出货量 (GWh)	储能锂电池出货量 (GWh)	消费锂电池出货量 (GWh)	锂电池合计出货量 (GWh)	锂电池合计碳酸锂消耗量 (万吨)	全球碳酸锂合计需求量 (万吨)
2027E	2034	610	133	2778	177	184
2026E	1757	499	128	2384	152	158
2025E	1443	407	124	1975	126	131
2024	1051	370	124	1545	98	103
2023	865	224	113	1203	77	80
2022	684	159	114	958	61	64
2021	371	66	125	562	36	37
2020	158	29	108	295	19	20

资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

表8：全球锂供需结构预测（2024-2027E）

万吨LCE	2024	2025E	2026E	2027E
全球锂供给	123.1	143.8	164	186
yoy		16.8%	14.0%	13.4%
全球锂需求	103	131	158	184
yoy		27.2%	20.6%	16.5%
供需平衡	20.1	12.8	6	2

资料来源：iFinD，USGS，GGII，东兴证券研究所

4. 多维度构筑公司比较优势：公司具有七大核心竞争优势

（1）技术及研发优势：公司具有行业领先的技术及研发优势。锂电设备板块的双螺杆全自动连续生产线，有机硅装备板块的高性能有机硅/纳米 SiO_2 橡胶复合材料连续制备关键技术及产业化项目，及锂云母资源绿色高值化全元素提取项目中的“硫酸盐矿相重构—相平衡调控”技术等均为公司自研，技术优势国际领先。公司及子公司拥有 81 项发明专利、244 项实用新型专利、34 项外观设计专利和 47 项计算机软件著作权。公司被评为“国家火炬计划重点高新技术企业”“国家知识产权优势企业”“广东省战略性新兴产业骨干企业”“中国（行业）领军企业”“细分行业龙头企业”和“中国氟硅行业优秀企业”等。公司持续加大研发投入，研发费用由 2021 年的 0.59 亿元升至 2024 年的 0.89 亿元，对应研发费用占比由 5.15% 升至 5.92%。同期，公司研发人员由 116 人增至 137 人（净增加 21 人）。

表9：公司新增专利情况

序号	专利名称	专利号	专利类型	权属人
1	一种用于涂料的连续定量生产线	202111335450.2	发明	金银河
2	一种DMC的生产方法以及装置	201811641082.2	发明	金银河
3	一种风室升降组件、烘箱和涂布机	202310505792.7	发明	金银河
4	一种烘箱、烘干方法、涂布机和涂布系统	202310488719.3	发明	金银河
5	一种液体胶基料连续生产装置	202321965085.8	实用新型	金银河
6	一种液体胶基料连续混炼装置	202321903458.9	实用新型	金银河
7	一种防水涂料生产用的反应釜	202321983070.4	实用新型	金银河
8	一种烘干组件、烘箱、涂布机和锂电池生产线	202321612400.9	实用新型	金银河
9	一种收放卷组件和涂布机	202322326471.9	实用新型	天宝利
10	一种压料机	202320296707.6	实用新型	天宝利
11	一种负压充装型粉体包装机	202322950332.3	实用新型	天宝利
12	一种爬坡结构与涂布机	202322527775.1	实用新型	金德锂
13	一种颗粒流体输送装置	202322950302.2	实用新型	金德锂
14	一种自动装箱线	202323064024.7	实用新型	安德力
15	快拆式擦辊装置	202322542244.X	实用新型	金银河
16	强力分散机	202430061543.9	外观设计	金银河
17	行星搅拌机	202430061496.8	外观设计	金银河
18	动力混合机	202430266352.6	外观设计	金银河
19	酯基化炔属硅氢加成抑制剂及制备方法和液体硅橡胶	202311126801.8	发明	天宝利
20	一种长效抗菌剂、硅橡胶及其制备方法	202211595414.4	发明	天宝利
21	一种乙烯基硅油全自动生产线	202322271895.X	实用新型	天宝利
22	一种负压粉体包装机	202323446786.3	实用新型	金奥宇
23	一种脱气筒和包装机	202323465131.0	实用新型	金奥宇
24	一种吨包真空封口机开关门结构	202323428655.2	实用新型	金奥宇
25	一种环保型油墨树脂反应釜装置	202322382450.9	实用新型	安德力
26	一种环保涂料树脂加工用调配装置	202322554706.X	实用新型	安德力
27	一种碳酸锂储存装置	202321565659.2	实用新型	金奥宇
28	一种碳酸锂过滤装置	202321565661.X	实用新型	金奥宇

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

（2）产品优势：经过多年的技术积累，公司在有机硅设备制造领域和锂电池设备制造领域积累了丰富的经验，建立了较强的系统集成研发设计优势，并形成了具有市场竞争力及品牌影响力的优秀产品。其中，2018年12月，公司自主研发的“硅酮胶的生产法及生产线”专利技术获得中国专利优秀奖，2019年11月，“一种锂电池正负极浆料生产工艺及系统”专利技术获得广东专利银奖，2020年7月，“锂离子电池正负极浆料自动连续化成套生产线”项目获得广东省机械工程学会科学技术一等奖和广东省机械工业科学技术一等奖，2022年3月“高性能有机硅纳米SiO₂复合材料连续制备关键技术及产业化项目”获广东省机械工程学会科学技术一等奖和广东省机械工业科学技术一等奖，2022年10月“高性能锂电池电极浆料连续化短流程制备关键技术及成套生产线”项目获2022年度“机械工业科学技术奖”二等奖，2024年12月，“太阳能光伏密封胶双螺杆自动生产线”获广东省高新技术企业协会颁发的“广东省名优高新技术产品”。公司锂电设备使用过程零扬尘、零气味、零废液，清洁生产通过莱茵ISO9001认证。

（3）行业高进入壁垒及行业领先优势：锂电设备板块中，公司双螺杆锂电浆料连续化自动生产线市占率高达90%，宽幅高速双面挤压涂布机、“红金龙”系列宽幅高速双面挤压折返式涂布机、高精密辊压分切一体

机均处于快速放量阶段，公司产品已配套国轩高科、鹏辉能源、微宏动力、南都电源、中创新航、亿纬锂能等头部客户，行业渗透率有望持续提升。凭借“连续化浆料 90% 市占率+一站式前段整线+极致降本增效”的三重护城河，公司已与主流电池厂形成 5-8 年深度合作周期，考虑到锂电设备行业设备投资大、验证周期长，客户替换成本高，公司在锂电池前段设备领域已建立难以复制的先发优势。此外，公司凭借首创连续化工艺+全品类覆盖+高客户粘性+持续技术创新，稳居国内有机硅及高分子材料智能装备龙头。

(4) 业务模式优势：公司采取以销定产的柔性生产方式，在有一定备货情况下可动态调节主要产品产量，有利于生产周期与库存周期的动态平衡，且有助于销售利润率的改善。此外，公司采取直销销售模式也有助于公司产销计划的动态调节及现金流管理能力的提升。

(5) 成长性优势：多渠道拓宽公司产品种类及应用领域，公司已进入快速成长期。锂电设备板块中，在储能电池、固态电池、钠电池、海外市场等多方面需求增长预期驱动下，公司锂电设备订单数量有望快速增长，锂电板块营收有望扭转 2024 年的下降趋势，并有长期的上行动力。有机硅产品板块中，公司有机硅发泡材料以及水性树脂材料等产线的产能利用率有望随着有机硅行业回暖，及产品销售渠道拓宽和应用范围扩展而持续提升，公司有机硅材料业务有良好市场发展前景。此外，公司的锂云母综合高值化利用项目在铷盐投产，或因副产品销售增加而有效降低综合成本，促进产能利用率不断提升，并带动公司营收及盈利大幅增长，公司成长弹性或产生质变。

(6) 客户优势：优质客户群体及高客户黏度。锂电板块中，公司客户群体涵盖大部分锂电行业主要知名企业，公司已与国轩高科、鹏辉能源、微宏动力、南都电源、中创新航、亿纬锂能建立了广泛的技术和市场长期合作关系。有机硅板块中，公司是有机硅生产设备行业龙头，合盛硅业、东岳硅材、回天新材等头部有机硅生产企业均为公司长期客户。鉴于行业转换供应商成本较高，客户对供应商的定制化开发能力、产品性能品质、生产周期速度、快速反应能力、技术服务支持能力均有严格的要求，因此公司客户群具有强黏性特点。此外，公司通过与用户的特定化技术合作及提供个性化解决方案来强化营销能力并进一步拓展市场。

图 22：公司主要客户



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

（7）新材料行业获国家重点支持的政策性优势。锂电及有机硅产品在电力电子、节能环保、高端制造、新能源基建等领域的生产环节占据极其重要的地位，国家出台了一系列扶持相关新材料行业发展的重大政策，从发展战略、产业培育、体系建设等多个方面为行业提供政策依据。

表10：公司相关新材料行业政策一览

时间	政策/文件	相关要点
2020年10月	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》	开展正负极材料、电解液、隔膜、膜电极等关键核心技术研究，加强高强度、轻量化、高安全、低成本、长寿命的动力电池和燃料电池系统短板技术攻关，加快固态动力电池技术研发及产业化；
2021年6月	《锂电池2021-2030年国家蓝图》（美国能源部）	明确固态电池规模化目标：2030年能量密度≥500Wh/kg；
2021年11月	《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021—2035）》	由工信部与青海省政府联合发布，明确盐湖高效提锂提镁、锂云母尾渣消纳等关键技术攻关，目标到2025年青海盐湖提锂年产量达20万吨；
2022年1月	《“十四五”新型储能发展实施方案》	重点攻关固态锂离子电池，推动高能量密度储能技术落地。
2022年6月	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022-2030年）》	强调固态电池在安全性、能量效率、寿命等方面优势，推动前沿储能技术；
2022年9月	《硅能源产业行动计划（2022-2025）》	对硅片、碳化硅等技改项目，珠三角按设备购置额20%奖励，粤东粤西粤北30%，单个项目最高5000万元；首台套补贴按售价**30%**奖励，单套最高900万元；
2023年1月	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	加强新型储能电池产业化技术攻关，推进先进储能技术及产品规模化应用，加快研发固态电池、钠离子电池、氢储能/燃料电池等新型电池；
2023年8月	《有色金属行业稳增长工作方案》	七部门联合发文，提出制定锂资源开发和产业发展总体方案，推动盐湖提锂、矿石提锂等关键技术工业化试验，并培育“链主”企业；
2024年1月	《新能源汽车固态电池产业化加速行动计划（2024-2026）》	设立50亿元国家级专项资金，对固态电池生产企业的设备采购给予最高30%补贴，并免征前三年增值税；
2024年2月	《锂电池行业规范条件(2024 年本)》	增加固态单体电池产品性能要求：单体电池能量密度≥300 Wh/kg，电池组能量密度≥260Wh/kg。循环寿命≥1000次，容量保持率≥80%，推动设备工艺升级；
2024年3月	《新型储能技术发展指南（2024年版）》	将固态电池纳入电网侧储能“优先示范技术”，对符合条件的固态电池储能项目提供2元/Wh设备补贴（比液态电池高50%）；
2024年4月	《低空飞行器电池标准化白皮书》	要求eVTOL电池能量密度≥400Wh/kg，倒逼设备精度提升；
2024年9月	《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》	明确将多晶硅、单晶硅片、碳化硅衬底/外延等硅设备纳入更新重点，到2027年要求单位产品综合能耗下降10%以上、良品率提升5%以上；
2025年3月	工信部《2025年汽车标准化工作要点》	推动全固态电池标准体系建设，加快车规级电池落地；
2025年4月	《电动汽车用动力蓄电池安全要求》（GB38031 - 2025）	新国标重点关注热扩散、底部撞击和快充循环安全性三大领域；
2025年5月	《低空飞行器电池标准化白皮书》	多家企业发布eVTOL/机器人用固态电池产品，能量密度达400-500Wh/kg，进入中试阶段；
2025年7月	《中国禁止出口限制出口技术目录》修订	首次将提锂技术纳入“限制出口”清单，包括锂辉石提锂、卤水提锂、金属锂制备等5类技术，实行许可证管理，打造技术“护城河”。

资料来源：工信部，发改委，国家统计局，科技部，国务院，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 关键假设及营收预测

锂电池生产设备：基于我们对公司国轩高科/中创新航/鹏辉能源等核心客户在建以及规划项目的统计、公司在各个客户中的份额情况与锂电设备单 GWh 投资额等假设，我们预计公司 2025-2027 年核心客户订单规模约为 38.2/38.6/40.5GWh，对应营收 5.96/6.92/7.94 亿元，同时我们预计公司有望持续拓展新客户，非核心客户占比有望呈上升趋势，此外公司未来有望增加混浆/辊压整线设备/干法电极设备产线出货比例，预计毛利率有望维持向上。

锂云母绿色高值全元素提取项目：通过金德锂营收及碳酸锂市场价格测算，2024 年公司碳酸锂产量约为 2400

吨。考虑到该项目一期完整产能或达 10000 吨碳酸锂，随着铷盐投产后，项目盈利提升，产能利用率或持续爬坡。此外，随着公司外购锂云母渠道拓宽，采购量提升，公司对供应商的管理能力增强，公司或增加高铷盐品位的锂云母矿石采购占比，这意味着单位碳酸锂对应生产的铷盐产量或有提高。预计 2025-2027 年间，公司碳酸锂产量或达 3000/6500/9500 吨，对应铷盐产量或达 120/720/1700 吨，对应铯盐产量或达 30/180/450 吨。鉴于当前铷盐国内市场需求较低，市价较高，为审慎考虑，现阶段仅计算公司碳酸锂及铷盐营收。受供需格局改善影响，审慎估计，碳酸锂价格或由 2025 年的约 72000 元/吨升至 2027 年的约 80000 元/吨，而铷盐价格或因供给增加而由 2025 年的 130 万元/吨降至 2027 年的 120 万元/吨。因此，我们预测 2025-2027 年间公司锂云母绿色高值全元素提取项目营业收入或为 2.49/7.04/12.75 亿元，对应毛利率分别为 15.60%/22.31%/33.90%。

有机硅设备：①营收：公司有机硅设备板块整体营收规模较为稳定，近 5 年来年均营业收入在 3 亿元左右，2024 年因市场需求疲弱公司营收规模有所下滑，我们预期随着行业景气度提升，公司营收规模有所恢复，因此我们预测公司 2025~2027 年有机硅设备板块的整体营收增速为 3%、3%、3%。②毛利率：公司过去 5 年有机硅设备板块的毛利率约在 20%~30% 区间，但 2024 年因销售结构中多为毛利率较低的自动化单体设备，导致整体毛利率下滑至 17.40%，我们预期未来随着行业回暖公司盈利水平有望得到恢复，我们预测 2025~2027 年有机硅设备整体毛利率小幅增长至 18.00%、18.50%、19.00%。

有机硅产品：①营收：公司有机硅产品主要由子公司天宝利和安德力生产和销售，天宝利产品生产和销售较为稳定，安德力尚有新建产能预计将于 2025 年末投产，因此我们预测公司 2025~2027 年有机硅产品的销量同比增速为 5%、5%、5%，考虑到行业新增产能投产因素我们预测 2025~2027 年有机硅产品平均售价较 2024 年均价小幅下滑至 15500 元/吨，因此公司 2025~2027 年有机硅产品板块的整体营收增速为 3.95%、5%、5%。②毛利率：由于子公司安德力新建产能为有机硅新材料，毛利率较高，因此我们预测 2025~2027 年有机硅产品整体毛利率小幅增长至 10.00%、10.50%、10.50%。

综合考虑，我们认为 2025-2027 年间，公司营业收入或为 18.95/26.74/36.49 亿元，对应毛利率或为 19.53%/21.38%/26.07%。

表11：锂云母提锂板块产量预测

品类	单位	2025E	2026E	2027E
碳酸锂	吨	3000	6500	9500
铷盐	吨	120	720	1700
铯盐	吨	30	180	450

资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

表12：主营收入及毛利率预测

	单位	2025E	2026E	2027E
营业收入	亿元	18.95	26.74	36.49
锂电池生产设备		10.83	13.85	17.64
锂云母资源高值化应用		2.49	7.04	12.75
有机硅设备		2.54	2.62	2.69
有机硅产品		3.08	3.24	3.40
营业成本	亿元	15.25	21.02	26.97
锂电池生产设备		8.29	10.53	13.32
锂云母资源高值化应用		2.11	5.47	8.43
有机硅设备		2.08	2.13	2.18
有机硅产品		2.78	2.90	3.04
毛利	亿元	3.70	5.72	9.51
锂电池生产设备		2.55	3.32	4.32
锂云母资源高值化应用		0.39	1.57	4.32
有机硅设备		0.46	0.48	0.51
有机硅产品		0.31	0.34	0.36
毛利率	%	19.53%	21.38%	26.07%
锂电池生产设备		23.50%	24.00%	24.50%
锂云母资源高值化应用		15.60%	22.31%	33.90%
有机硅设备		18.00%	18.50%	19.00%
有机硅产品		10.00%	10.50%	10.50%

资料来源：iFinD，公司公告，东兴证券研究所

5.2 投资评级

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 18.95/26.74/36.49 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.80/2.60 亿元，对应 EPS 为 0.09/0.59/1.94 元/股，对应 PE 分别为 318.45X/45.82X/14.01X。考虑到公司锂电设备板块订单数量或从 2025 年起持续恢复并稳定提升，锂云母提锂板块铷铯盐投产或推动公司业绩快速成长，有机硅板块预计维持行业龙头地位，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

项目投产情况不及预期风险，项目完成时间晚于预期风险，锂价下行风险，铷铯盐销售情况不及预期风险，下游锂电行业发展不及预期风险，下游有机硅行业发展不及预期风险。

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		
流动资产合计	3036	2505	2596	3166	3945	营业收入	2252	1509	1895	2674	3649								
货币资金	1055	539	379	535	730	营业成本	1765	1268	1525	2102	2697								
应收账款	947	1021	1090	1319	1699	营业税金及附加	18	10	13	18	25								
其他应收款	28	7	9	13	17	营业费用	81	33	45	61	86								
预付款项	41	34	25	12	-4	管理费用	116	118	146	207	282								
存货	710	595	794	979	1182	财务费用	58	64	83	84	89								
其他流动资产	81	155	155	155	155	研发费用	110	89	100	150	199								
非流动资产合计	1569	1702	1587	1466	1340	资产减值损失	13.38	8.64	11.20	11.08	10.31								
长期股权投资	3	3	3	3	3	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00								
固定资产	1010	1155	1161	1098	999	投资净收益	-2.00	-1.71	-1.71	-1.71	-1.71								
无形资产	134	129	133	138	142	加:其他收益	65.09	31.73	39.85	56.23	76.72								
其他非流动资产	120	78	78	78	78	营业利润	111	-111	9	95	336								
资产总计	4605	4207	4183	4632	5285	营业外收入	1.56	0.77	1.18	1.17	1.04								
流动负债合计	2580	2147	2137	2521	2952	营业外支出	1.83	0.48	4.24	2.19	2.30								
短期借款	1012	1213	1092	1211	1370	利润总额	110	-110	6	94	335								
应付账款	545	446	529	729	935	所得税	27	-19	1	23	84								
应付票据	215	158	186	252	316	净利润	83	-91	4	70	251								
一年内到期的非流动负债	282	150	150	150	150	少数股东损益	-10	-10	-7	-9	-9								
非流动负债合计	307	400	375	375	375	归属母公司净利润	94	-81	11	80	260								
长期借款	191	324	324	324	324	主要财务比率													
应付债券	0	0	0	0			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E								
负债合计	2887	2547	2512	2897	3328	成长能力													
少数股东权益	51	106	99	90	81	营业收入增长	23.79%	-33.00%	25.61%	41.10%	36.44%								
实收资本(或股本)	103	134	134	134	134	营业利润增长	16.63%	-200.01%	-108.13%	953.72%	254.81%								
资本公积	1149	1111	1111	1111	1111	归属于母公司净利润增长	40.65%	-186.13%	-114.17%	595.00%	227.12%								
未分配利润	363	254	264	336	559	获利能力													
归属母公司股东权益合计	1667	1554	1561	1634	1865	毛利率(%)	21.61%	15.97%	19.53%	21.38%	26.07%								
负债和所有者权益	4605	4207	4175	4624	5277	净利率(%)	3.71%	-6.03%	0.23%	2.63%	6.89%								
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	2.03%	-1.92%	0.27%	1.72%	4.92%								
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	5.62%	-5.19%	0.73%	4.87%	13.95%								
经营活动现金流	-44	-460	97	162	187	偿债能力													
净利润	83	-91	4	70	251	资产负债率(%)	63%	61%	60%	63%	63%								
折旧摊销	86.12	128.68	135.22	143.44	148.23	流动比率	1.18	1.17	1.21	1.26	1.34								
财务费用	58	64	83	84	89	速动比率	0.90	0.89	0.84	0.87	0.94								
应收账款减少	-298	-74	-69	-228	-381	营运能力													
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.34	0.45	0.61	0.74								
投资活动现金流	-44	-299	-34	-35	-34	应收账款周转率	3	2	2	2	2								
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.66	3.05	3.89	4.25	4.38								
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)													
投资收益	-2	-2	-2	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	1.05	-0.60	0.09	0.59	1.94								
筹资活动现金流	1248	207	-223	29	42	每股净现金流(最新摊薄)	6.40	-4.13	-1.20	1.16	1.46								
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	16.19	11.61	11.66	12.21	13.93								
长期借款增加	66	133	0	0	0	估值比率													
普通股增加	14	31	0	0	0	P/E	25.95	-45.14	318.45	45.82	14.01								
资本公积增加	653	-38	0	0	0	P/B	1.68	2.34	2.33	2.23	1.95								
现金净增加额	1159	-552	-160	156	195	EV/EBITDA	12.91	63.13	21.86	15.09	8.35								

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526