

天齐锂业 (002466.SZ)

买入 (维持评级)

2025 中报点评: 成本优势对冲锂价压力, 期待矿端扩产放量

投资要点:

事件

公司发布 2025 中报, 2025H1 公司实现收入 48.33 亿元, 同比-25%, 归母净利润 0.84 亿元, 同比+102%, 扣非归母净利 0.01 亿元, 同比+100%, SQM 确认的投资收益 2.35 亿, 较 24 年转正。25Q2 实现营收 22.48 亿元, 环比-13%, 归母净利-0.2 亿元, 环比-1.24 亿元, 扣非归母净利-0.43 亿元, 环比-0.87 亿元。

格林布什矿产量成本符合指引预期, 成本仍有优势

1) 量: 25Q2 锂精矿产量为 34 万吨, 环比-0.2%, 同比+2.3%, 强降雨暂时限制了对高品位矿区的开采, 导致采矿和进料品位变低, 二季度选矿回收率较低, 但二季度选矿量大幅增加, 因此对整体产量影响较小。2025H1, 生产锂精矿 68.08 万吨, 其中化学级锂精矿 65.44 万吨、技术级锂精矿 2.64 万吨。销售: 25Q2 销量 41.2 万吨, 环比+12.5%, 同比-22%, 环比增长主因前几个季度港口拥堵导致的发货延迟。2) 价: 25Q2 精矿平均销售价格为 725 美元/吨 FOB, 环比-8.3%。3) 成本: 25Q2 单吨现金生产成本 366 澳元, 环比+7.3%, 主因本季度矿石品位降低。FY25 全年现金成本为 325 澳元/吨, 符合预期 320-380 澳元/吨。

澳洲奎纳纳氢氧化锂工厂产能持续爬坡, 成本下降

1) 量: 25Q2 产量 2126 吨, 环比+36%, 环比有所增加, 但由于设备故障, 工厂以较低产能运行。销量 1739 吨, 环比-25%, 环比下降主因上季度库存出售基数较高。2) 成本: 25Q2 加工成本为 1.7 万澳元/吨, 环比-20%, 反映出产量增加, 成本摊薄。

格林布什矿 26 财年产量指引整体上升, 成本指引整体下降

全年指引: FY25 全年实际产量 147.9 万吨 (指引 135-155 万吨), 现金成本 325 澳元 (指引 320-380 澳元), 均符合预期, 资本开支 7.15 亿澳元, 低于 8.5-9.5 亿澳元的指引。FY26 指引: 产量 150-165 万吨, 现金成本 310-360 澳元/吨, 资本开支 5.75-6.75 亿澳元。

盈利预测与投资建议

我们预计 25-27 年公司归母净利润 11.05/15.56/17.90 亿元 (原 25-27 年预测值为 16.2/30.1/33.8 亿元), 主因下调锂价、锂矿产量预测, 对应 PE67/48/41 倍, 考虑到公司矿端仍有较大增量, 且具备成本优势, 维持“买入”评级。

风险提示

锂价波动风险; 在建项目不及预期

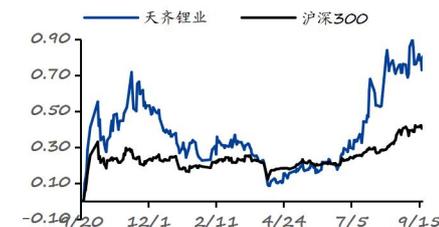
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	40,503	13,063	10,013	12,636	13,317
增长率	0%	-68%	-23%	26%	5%
净利润 (百万元)	7,297	-7,905	1,105	1,556	1,790
增长率	-70%	-208%	114%	41%	15%
EPS (元/股)	4.45	-4.82	0.67	0.95	1.09
市盈率 (P/E)	10.1	-9.3	66.9	47.5	41.3
市净率 (P/B)	1.4	1.8	1.7	1.7	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-09-19
收盘价:	45.01 元
总股本/流通股本(百万股)	1,641.22/1,475.85
流通 A 股市值(百万元)	66,427.81
每股净资产(元)	25.54
资产负债率(%)	31.44
一年内最高/最低价(元)	49.67/24.60

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	王保庆(S0210522090001)
WBQ3918@hfzq.com.cn	
分析师:	曹钰涵(S0210525090001)
cyh30565@hfzq.com.cn	

相关报告

- 2024 年报点评: 资源端优势稳固, 产能扩张暂缓——2025.03.30
- 2024 年一季报点评: 受高价精矿库存和 SQM11 亿美元税影响 Q1 业绩亏损——2024.05.20
- 2023 年年报点评: 矿价坚挺公司业绩承压, 精矿定价调整盈利能力有望改善——2024.04.01



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,767	8,300	13,309	18,770	营业收入	13,063	10,013	12,636	13,317
应收票据及账款	790	1,188	1,192	1,201	营业成本	7,045	5,306	6,576	6,971
预付账款	70	65	79	80	税金及附加	59	40	51	53
存货	2,289	2,157	2,729	2,658	销售费用	16	13	16	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	650	551	632	599
其他流动资产	3,933	2,002	2,335	2,955	研发费用	44	38	48	51
流动资产合计	12,850	13,712	19,644	25,664	财务费用	899	67	380	408
长期股权投资	26,251	25,463	24,699	23,958	信用减值损失	-51	7	12	-11
固定资产	12,480	13,863	17,756	16,563	资产减值损失	-2,114	-250	-100	50
在建工程	5,137	4,629	80	230	公允价值变动收益	5	5	5	5
无形资产	4,299	4,736	5,151	5,545	投资收益	-840	400	600	800
商誉	416	416	416	416	其他收益	80	200	150	143
其他非流动资产	7,245	5,614	6,323	6,399	营业利润	1,432	4,361	5,601	6,206
非流动资产合计	55,828	54,721	54,425	53,111	营业外收入	11	13	17	14
资产合计	68,678	68,433	74,069	78,775	营业外支出	151	68	87	102
短期借款	1,314	583	745	881	利润总额	1,292	4,306	5,531	6,118
应付票据及账款	1,601	1,232	1,580	1,731	所得税	1,321	1,230	1,470	1,721
预收款项	0	0	0	0	净利润	-29	3,076	4,061	4,397
合同负债	12	39	24	30	少数股东损益	7,875	1,972	2,505	2,607
其他应付款	129	11	11	11	归属母公司净利润	-7,904	1,104	1,556	1,790
其他流动负债	1,985	1,490	1,459	1,397	EPS (按最新股本摊薄)	-4.82	0.67	0.95	1.09
流动负债合计	5,041	3,355	3,818	4,049					
长期借款	11,203	11,395	12,439	13,404					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,251	1,954	2,515	2,449					
非流动负债合计	14,454	13,349	14,954	15,853					
负债合计	19,496	16,704	18,773	19,902					
归属母公司所有者权益	41,893	42,467	43,530	44,500					
少数股东权益	7,290	9,261	11,767	14,374					
所有者权益合计	49,182	51,729	55,297	58,873					
负债和股东权益	68,678	68,433	74,069	78,775					

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-67.7%	-23.3%	26.2%	5.4%
EBIT 增长率	-94.0%	99.6%	35.2%	10.4%
归母公司净利润增长率	-208.3%	-114.0%	40.8%	15.1%
获利能力				
毛利率	46.1%	47.0%	48.0%	47.7%
净利率	-0.2%	30.7%	32.1%	33.0%
ROE	-16.1%	2.1%	2.8%	3.0%
ROIC	7.4%	12.8%	14.9%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	28.4%	24.4%	25.3%	25.3%
流动比率	2.5	4.1	5.1	6.3
速动比率	2.1	3.4	4.4	5.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转天数	67	29	30	28
存货周转天数	139	151	134	139
每股指标 (元)				
每股收益	-4.82	0.67	0.95	1.09
每股经营现金流	3.38	2.81	2.28	3.17
每股净资产	25.53	25.88	26.52	27.11
估值比率				
P/E	-9	67	48	41
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	85	49	38	34

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,554	4,614	3,735	5,210
现金收益	1,803	4,173	5,562	6,196
存货影响	861	132	-572	71
经营性应收影响	5,721	-143	82	-59
经营性应付影响	-821	-487	348	151
其他影响	-2,010	939	-1,684	-1,148
投资活动现金流	-5,883	-282	441	541
资本支出	-2,643	-2,341	-879	-743
股权投资	623	788	764	741
其他长期资产变化	-3,863	1,271	556	543
融资活动现金流	-3,241	-1,799	833	-290
借款增加	2,982	-594	1,153	1,051
股利及利息支付	-6,186	-1,974	-2,765	-3,097
股东融资	5	0	0	0
其他影响	-42	769	2,445	1,756

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn