

大中矿业 (001203)

“铁矿+锂矿”双轮驱动，锂资源放量在即，业绩拐点已现

2026年05月26日

买入 (首次)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,843	4,090	6,466	10,082	14,373
同比 (%)	(4.01)	6.43	58.10	55.93	42.56
归母净利润 (百万元)	751.26	736.03	1,802.71	3,598.92	5,525.48
同比 (%)	(34.17)	(2.03)	144.92	99.64	53.53
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.48	1.18	2.35	3.60
P/E (现价&最新摊薄)	78.71	80.34	32.80	16.43	10.70

投资要点

■ **“铁矿+锂矿”双轮驱动，锂资源放量在即，业绩拐点已现。**公司作为国内民营铁矿龙头，深耕采选行业二十余年，资源与技术优势显著。2022年起战略进军锂矿行业，手握湖南鸡脚山、四川加达两大超大型锂矿资源，合计碳酸锂当量超472万吨，位居行业前列。2021-2024年受铁矿石价格周期波动及行业需求影响，公司营业总收入由48.95亿元下降至38.43亿元，年复合增速为-7.8%；利润降幅大于营收，主要系铁精粉销售价格下跌及锂矿扩张期费用增加所致。2025年公司业绩企稳，锂矿副产开始贡献收入，湖南鸡脚山锂矿项目正式进入商业化贡献阶段。随着锂矿项目于2026年起逐步投产放量，公司将从传统周期行业跃迁至新能源成长赛道，开启第二增长曲线。

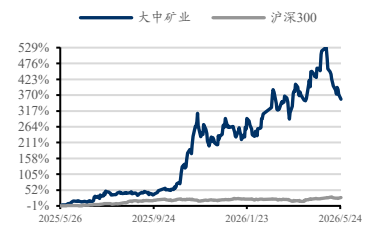
■ **锂业务：坐拥超472万吨LCE丰厚资源，采选冶一体化布局构筑成本护城河。**行业端，2025年下半年起碳酸锂供需格局迎来根本性逆转，储能需求接棒成为核心增长极，供给端新增产能高峰已过，我们测算2026年碳酸锂仅过剩0.7万吨，过剩比例仅0.3%，紧平衡格局支撑价格中枢上移至15-20万元/吨。公司坐拥湖南鸡脚山（324万吨LCE，规划产能8万吨/年）与四川加达锂矿（148万吨LCE，规划产能8万吨/年），资源100%自给，我们预计2027-2028年公司碳酸锂出货量分别为4/9万吨。公司采用TBM盾构机技术缩短建设周期，自研硫酸法提锂工艺将锂回收率提升至90%，锂渣排放减少50%，构筑显著成本优势，我们预计未来新技术落地大规模量产后，公司碳酸锂单吨完全成本将低于5万元/吨。公司同时与万华化学深度合作，投建年产20万吨锂盐项目，切入锂盐冶炼核心环节。

■ **铁矿业务：国内民营铁矿龙头，资源储量与智能化技术双轮驱动，提供稳定现金流。**行业端，国内基建项目开工率维持高位叠加制造业回暖，托底用钢需求。2025年全年铁矿核心需求刚性不减，但供给端放量对价格形成持续压制。公司铁矿备案资源量达6.90亿吨，采选核定产能约1480万吨/年，在独立铁矿采选企业中稳居龙头地位，可采储量保障年限超30年。公司率先将盾构机应用于井下施工，选矿厂自动化率超90%，智能化技术行业领先。2025年铁精粉及球团产销率均达90%，高产销率保障稳健业绩兑现。周油坊铁矿已获650万吨/年扩产许可证，铁矿产量增长可期。尽管铁矿主业短期受价格周期影响承压，但作为公司的“现金牛”业务，其强劲的经营现金流为锂矿扩张提供坚实安全垫。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计2026-2028年公司归母净利润18.0/36.0/55.3亿元，同比+144.92%/+99.64%/+53.53%，对应PE为33/16/11x。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**需求不及预期，供给超预期，项目进展不及预期，新技术迭代风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.57
一年最低/最高价	8.58/54.65
市净率(倍)	8.06
流通A股市值(百万元)	50,371.42
总市值(百万元)	59,130.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.79
资产负债率(% ,LF)	59.74
总股本(百万股)	1,533.08
流通A股(百万股)	1,305.97

相关研究

内容目录

1. 大中矿业：“铁矿+锂矿”双轮驱动	4
1.1. 铁矿石采选行业标杆，稳步拓展新能源原料布局	4
1.2. 股权结构高度集中，管理团队产业经验深厚	5
1.3. 铁矿主业周期筑底，锂矿扩张抬升杠杆	6
1.3.1. 公司整体业绩短期承压，2025 年呈现企稳回升迹象	6
1.3.2. 资产负债率持续攀升，现金流稳健提供安全垫	7
1.3.3. 盈利能力阶段性承压，锂矿扩张期资金持续投入	7
1.4. 铁矿双基地营收压舱，锂矿湖南区域首单落地	8
2. 锂矿行业：供需结构性逆转，采选冶一体化加速布局	10
2.1. 锂矿行业：供需格局迎结构性拐点，紧平衡支撑价格弹性	10
2.1.1. 碳酸锂行业周期复盘	10
2.1.2. 供给：锂矿供给加速释放，增量集中于 26H2	11
2.1.3. 需求：动力稳健、储能加持，锂电需求超过预期	12
2.1.4. 价格：2 年向上周期，上限取决于储能经济性	15
2.2. 公司锂矿业务：资源储量丰沛，加速采选冶一体化布局	15
2.2.1. 坐拥超大型锂矿资源，资源储量位居行业前列	15
2.2.2. 采选冶技术突破，进一步强化成本优势	17
2.2.3. 锂资源高度自给，切入锂盐冶炼核心环节	19
3. 铁矿行业：供需格局重塑，公司龙头优势持续兑现	21
3.1. 铁矿行业：宽松平衡下的结构性机会，国产矿价值持续凸显	21
3.2. 公司铁矿业务：国内民营铁矿龙头，资源+技术双轮驱动成长	22
3.2.1. 资源和产能：规模化储备稳居民营铁矿第一梯队	22
3.2.2. 产销：高产销率保障业绩兑现，库存维持健康水平	24
3.2.3. 技术：智能化采选技术行业领先，2025 年专利突破再筑技术壁垒	25
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1. 盈利预测	26
4.2. 估值与投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	大中矿业发展历程	4
图 2:	大中矿业股权结构 (截至 26Q1 末)	5
图 3:	大中矿业营业总收入及增速	6
图 4:	大中矿业净利润及净利率	6
图 5:	大中矿业债务能力分析	7
图 6:	大中矿业现金流及净现比	7
图 7:	大中矿业期间费用率	8
图 8:	大中矿业毛利率与销售净利率	8
图 9:	大中矿业收入按产品拆分 (亿元)	9
图 10:	2025 年中大矿业主营产品收入占比	9
图 11:	大中矿业主营收入按地区拆分	9
图 12:	碳酸锂价格周期复盘	10
图 13:	"强磁抛尾+浮选提精"选矿工艺	17
图 14:	2025 年 3 月到 12 月我国铁矿石原矿产量当期值 (万吨)	21
图 15:	2021 年到 2025 年全球和中国粗钢产量及同比 (万吨)	22
图 16:	2025 年 3 月至 2026 年 2 月两大指数走势图 (元/吨)	22
图 17:	2021 年到 2025 年各矿山产量 (吨)	23
图 18:	2021 年到 2025 年铁精粉和球团的产量 (吨)	24
图 19:	2021-2025 年铁精粉、球团的销量及库存 (吨)	24
图 20:	2025 年主要销售客户占比情况	24
图 21:	同行业铁精粉毛利率对比	25
图 22:	公司铁精粉单吨成本与售价 (元/吨)	25
表 1:	大中矿业管理层	6
表 2:	大中矿业主营产品	8
表 3:	2025-2030 年碳酸锂供给测算 (中性)	11
表 4:	2025-2030 年碳酸锂供给增量测算 (中性)	12
表 5:	全球动力电池需求测算	13
表 6:	全球储能电池需求测算	13
表 7:	碳酸锂需求增速预期 (考虑良率、备货系数)	14
表 8:	2025-2030 年全球动力及储能电池需求测算	14
表 9:	2022-2029 年全球碳酸锂供需平衡表	15
表 10:	2026 年国内储能需求下修对碳酸锂过剩程度的影响测算	15
表 11:	碳酸锂资源产量预测	16
表 12:	碳酸锂现阶段产能	16
表 13:	硫酸法提锂工艺与传统工艺对比示意图	17
表 14:	硫酸法提锂工艺下鸡脚山矿生产成本测算 (单吨 LCE)	18
表 15:	不同锂价假设下大中矿业锂业务利润弹性测算 (亿元)	20
表 16:	公司铁矿资源量与矿石产能规划	23
表 17:	公司分业务营收及利润拆分	27
表 18:	可比公司估值表	28

1. 大中矿业：“铁矿+锂矿”双轮驱动

1.1. 铁矿石采选行业标杆，稳步拓展新能源原料布局

大中矿业主要从事铁矿石采选、铁精粉和球团的生产销售以及机制砂石的加工销售。公司前身成立于1999年，已经深耕黑色金属采选行业二十余年，形成从矿石开采、筛选加工到球团生产的完整产业链，主要产品包括铁精粉、球团及机制砂石。凭借资源与技术优势，公司不断提升产品品质与运营效率，在区域内具有显著的规模效应和成本控制能力。

2021年5月公司成功登陆深交所主板，成为内蒙古巴彦淖尔市首家上市公司。上市后，公司在稳固铁矿主业的同时，积极布局新能源材料领域，2022年起进军锂矿行业，先后取得湖南鸡脚山锂矿、四川加达锂矿资源，2024年8月公司名称去“内蒙古”化，开启“铁矿+锂矿”双主业发展阶段。二十余载发展，大中矿业从一家区域铁矿企业成长为全国性矿业集团，正朝着多元化、绿色化、智能化的方向迈进。

图1：大中矿业发展历程

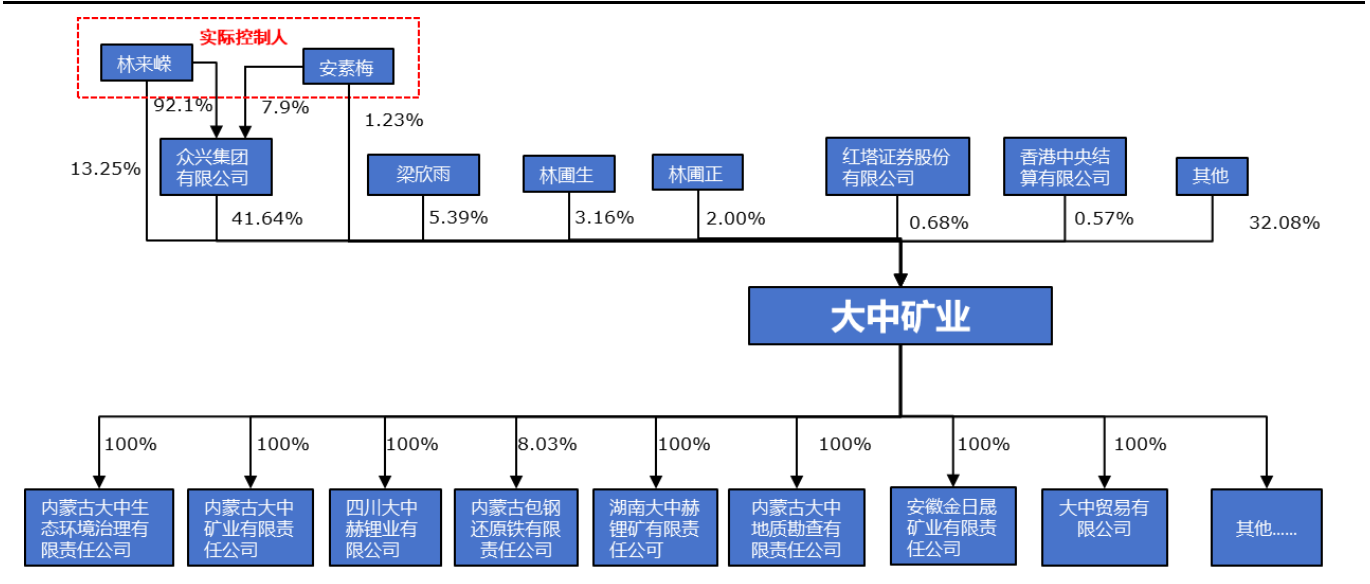


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构高度集中，管理团队产业经验深厚

公司股权结构集中，实际控制人林氏家族控股优势显著。截至 26Q1 末，公司控股股东为众兴集团有限公司，持股比例为 41.64%，所持股份均为无限售流通股。实际控制人林来嵘先生直接持股 13.25%，其家族成员林圃生、林圃正、安素梅合计持股 6.39%。综上，林氏家族直接及通过众兴集团间接控制的股权比例合计超过 61%，控制权高度稳固。此外，公司前十大股东中包含香港中央结算有限公司（外资）及部分自然人股东，股权结构实现多元化。

图2：大中矿业股权结构（截至 26Q1 末）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司高管团队产业背景深厚，核心成员在矿业开采、资本运作及项目管理领域经验丰富。总经理林圃生先生历任安徽金日晟矿业生产管理及球团项目总指挥，并在钢铁贸易企业挂职学习；副总经理张杰先生为采矿专业科班出身，历任矿长、金日晟矿业总经理，现全面负责湖南锂矿项目建设；董事会秘书林圃正先生深度参与公司 IPO 及智能化改造。整体来看，公司团队在传统铁矿与锂矿新业务间形成良好互补，保障公司长远发展。

表1: 大中矿业管理层

姓名	职位	背景
林圃生	总经理	本科学历，2007年至2011年就读于中国人民公安大学。2009年11月至2011年12月，于陆军第38集团军112师336团服役。历任安徽金日晟矿业有限责任公司井下安全员、采选生产岗、技术员、调度员；人资企管部经理、运营中心总监；安徽中晟金属球团有限责任公司球团项目总指挥；河北敬业钢铁、中钢贸易公司挂职学习。现任内蒙古大中矿业股份有限公司球团分公司总经理，湖南大中赫锂矿有限责任公司总经理，内蒙古金辉稀矿股份有限公司董事长和众兴集团有限公司董事。
张杰	副总经理	大学专科学历，2008年毕业于内蒙古科技大学采矿专业。2008年6月入职公司，历任采矿部助理技术员、生产队长、经理助理、副矿长、金日晟矿业副总经理、总经理、副董事长。现任公司副总经理及湖南大中赫总经理，全面负责湖南鸡脚山锂矿的建设、生产等工作。
林圃正	董事会秘书	林圃正先生，1996年出生，中国国籍，无永久境外居留权，先后取得工商管理学士、市场与传媒学士，目前在读法学博士，于2020年7月取得深交所董秘资格证。2019年12月入职公司，历任投融资岗专员、自动化及信息技术专员、管控部经理，参与公司IPO相关工作并负责公司自动化、信息化、智能化改造，完善公司管理系统。现任公司董事会秘书兼任证券部经理。

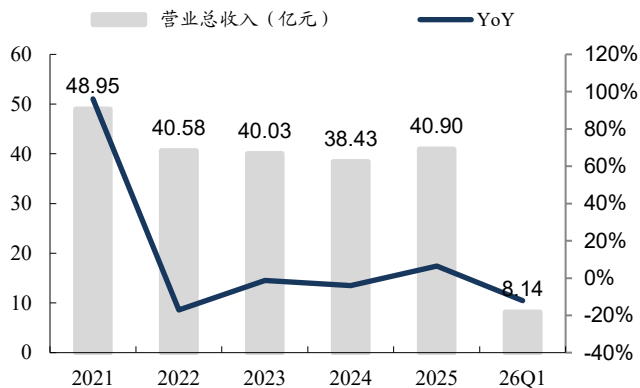
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 铁矿主业周期筑底，锂矿扩张抬升杠杆

1.3.1. 公司整体业绩短期承压，2025年呈现企稳回升迹象

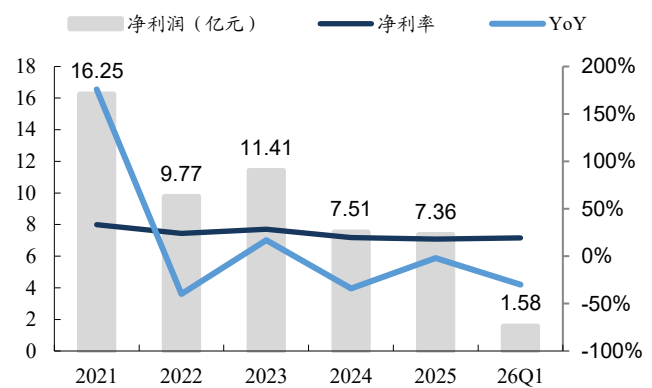
受价格下跌影响，铁矿石业务阶段性承压。2021年铁矿石行业景气度较高，铁矿石价格步入历史高位周期，公司铁矿石产品产销两旺，营收与净利润大幅增长。2021-2025年，公司营业总收入由48.95亿元下降至40.9亿元，年复合增速为-4.4%，主因2021年行业周期顶点基数较高，且受铁矿石价格周期波动及行业需求影响。2025年公司实现营收/归母净利润40.9/7.36亿元，同比+6.43%/-2.03%，主要系铁精粉销售价格下跌及锂矿扩张期费用增加所致。

图3: 大中矿业营业总收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 大中矿业净利润及净利率



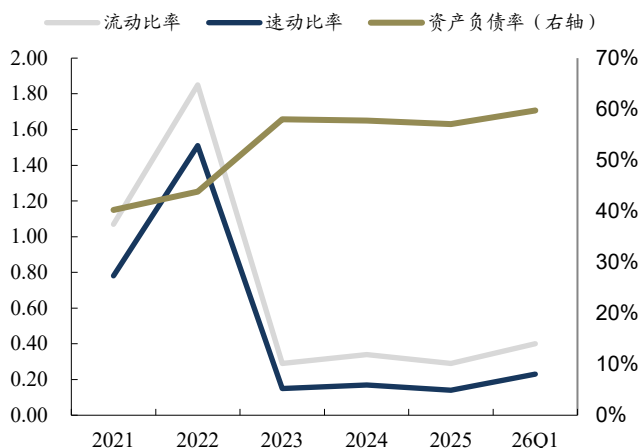
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3.2. 资产负债率持续攀升，现金流稳健提供安全垫

锂矿扩张驱动杠杆率攀升，短期偿债指标有所弱化。2021-2025年，公司资产负债率由40%持续攀升至57%，其中2023年增幅最为显著，主要系公司以42.06亿元竞拍四川加达锂矿探矿权，大幅增加长期债务所致。短期偿债指标有所弱化，流动比率从2021年的1.07波动下降至2025年的0.29，速动比率由0.78降至0.14，主要系锂矿扩张期资本开支增加及短期债务上升对流动性形成压力。

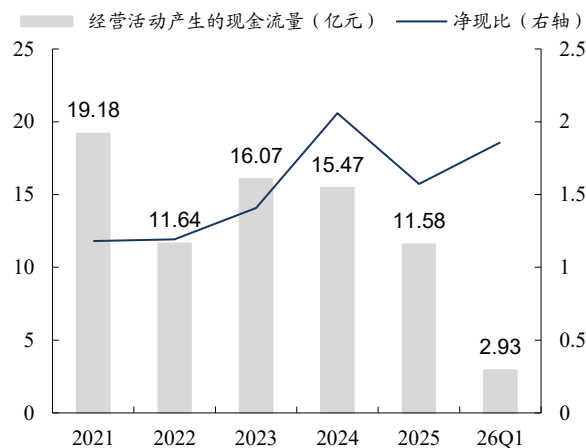
公司现金流稳健为经营提供支撑。公司净现比从2021年的1.18持续提升至2024年的2.06，2025年仍维持1.57高位，26Q1进一步提升到1.86。强劲的现金流维系部分债务滚续，为锂矿扩张期提供关键支持。随着锂矿项目陆续投产并贡献现金流，2026年有望迎来偿债能力的企稳改善。

图5：大中矿业债务能力分析



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：大中矿业现金流及净现比



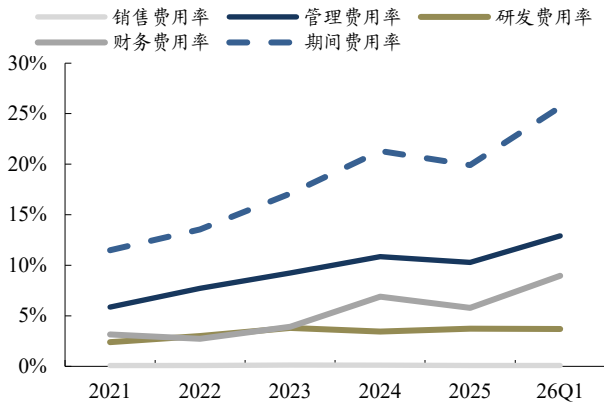
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3.3. 盈利能力阶段性承压，锂矿扩张期资金持续投入

公司盈利水平有所下降，2026年有企稳回升趋势。2021-2025年，公司毛利率由55%波动下降至46%，主要系铁矿石价格周期下行及行业需求波动影响；2025年毛利率46%，较2024年下降3pct，26Q1毛利率回升企稳，同环比分别-0.41pct/+6.99pct。销售净利率同步下行，由2021年的33%降至2025年的18%，与毛利率变动趋势基本一致，26Q1略微回升至19%。

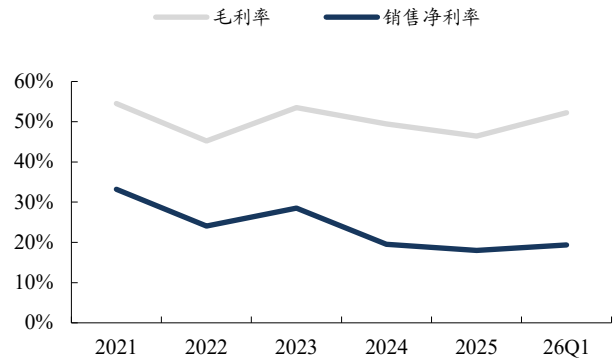
期间费用率整体抬升，主因管理费用与财务费用增加。2021-2025年，期间费用率由11.5%波动上升至19.9%，其中2024年达到21.3%的阶段性高点。分项看，管理费用率从5.9%持续攀升至10.3%，主要系锂矿扩张期人员及管理投入增加；财务费用率从3.2%升至5.8%，锂矿资源收购带来的债务利息支出增加；研发费用率维持在2.4%-3.8%之间，主要系公司对采选技术及锂矿工艺的持续投入；销售费用率保持低位。2025年期间费用率较2024年同比下降1.4pct，费用管控初见成效。

图7: 大中矿业期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 大中矿业毛利率与销售净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 铁矿双基地营收压舱, 锂矿湖南区域首单落地

大中矿业深耕铁矿主业, 稳步推进锂矿战略布局。公司所在行业为固体矿产资源采选行业, 主营业务为铁矿石采选、铁精粉和球团生产销售、副产品机制砂石及硫酸的加工销售。在“碳达峰、碳中和”的国家战略背景下, 公司在坚定铁矿主业发展的基础上, 响应国家战略号召, 于 2022 年进军锂矿行业, 作为公司未来新增长点。目前公司已获得湖南鸡脚山锂矿和四川加达锂矿两大资源, 现阶段正在全力推进项目建设。

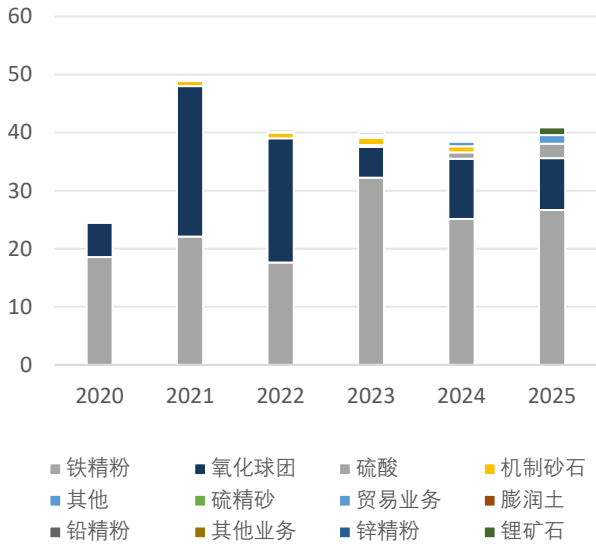
表2: 大中矿业主营产品

主要产品	用途
铁精粉	铁精粉主要作为钢铁生产企业冶炼钢铁的原料。公司铁精粉品位通常为 65%左右, 硫、铅、锌等杂质含量极低, 属于优质品, 是生产优质钢的理想原料。
球团	球团是铁精粉的下游产品, 提高高炉炼铁的球团原料用比是钢铁生产企业增产节焦、提高效率、改善排放的有效措施。公司生产球团的主要原材料为铁精粉, 部分由公司自有矿山供应, 其余从外部采购。生产球团是公司铁精粉产业链的进一步延伸。
机制砂石	机制砂石是公司主要产品铁精粉生产线上产生的副产品, 加大机制砂石的产出, 实现废石的综合利用, 可以在降低铁精粉生产成本的同时为公司创造额外的效益。
硫酸	公司生产的硫酸以 92.5%、98%、105%工业用酸为主, 并逐步形成了以硫酸生产、焙烧铁粉再利用、余热发电、环境治理和清洁生产为一体的循环经济格局。在增加公司效益的同时, 有效节约了公司的生产成本。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

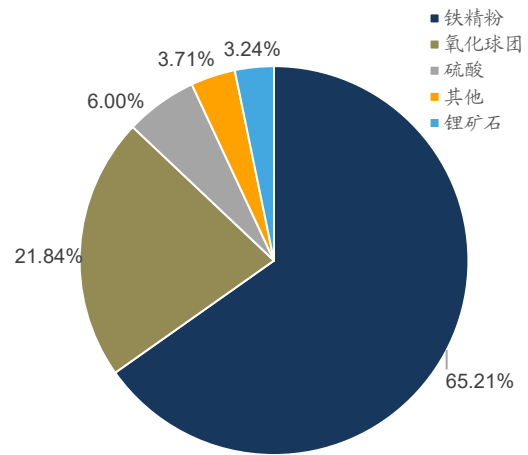
铁精粉为核心收入来源，2025 年锂矿副产开始贡献收入。收入拆分来看，2025 年主营产品占总营收的 93%，其中新业务锂矿石收入 1.32 亿元，主要系锂矿副产开始贡献收入，占总营收的 3.24%。其中铁精粉/氧化球团/硫酸 2025 年分别收入 26.67/8.93/2.45 亿元，同比分别+6.14%/-13.96%/+127.55%，占比分别 65.2%/21.8%/6.0%。

图9：大中矿业收入按产品拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

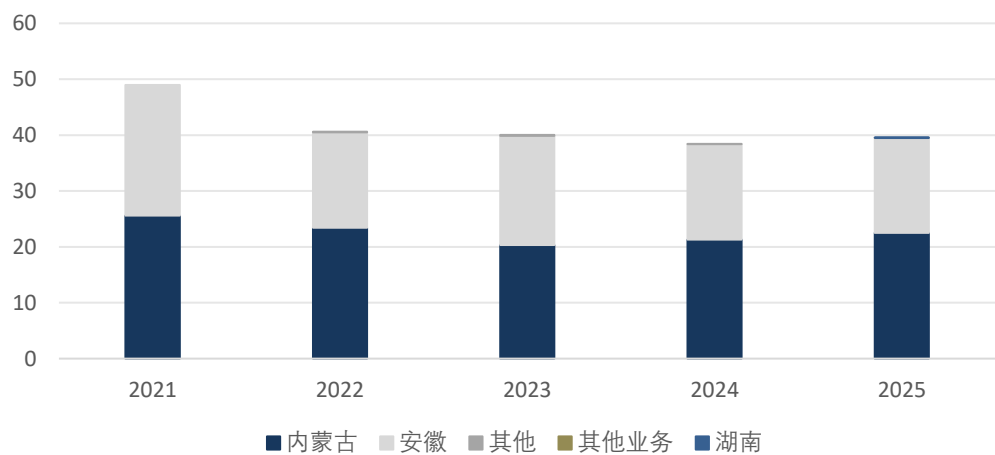
图10：2025 年中大矿业主营产品收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大中矿业的营业收入高度集中于内蒙古与安徽两大核心产区，呈现出“双核心稳固、新区域逐步突破”的区域格局。两地合计贡献了公司超 96% 的营业收入，构成了公司铁矿业务的基本盘。具体来看，内蒙古/安徽 2025 年营业收入分别为 22.5/17 亿元，同比分别-0.47%/-2.76%，分别占总营收 55%/41.6%。2025 年湖南地区首次实现营业收入 0.06 亿元，标志着公司湖南鸡脚山锂矿项目正式进入商业化贡献阶段。

图11：大中矿业主营收入按地区拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 锂矿行业：供需结构性逆转，采选冶一体化加速布局

2.1. 锂矿行业：供需格局迎结构性拐点，紧平衡支撑价格弹性

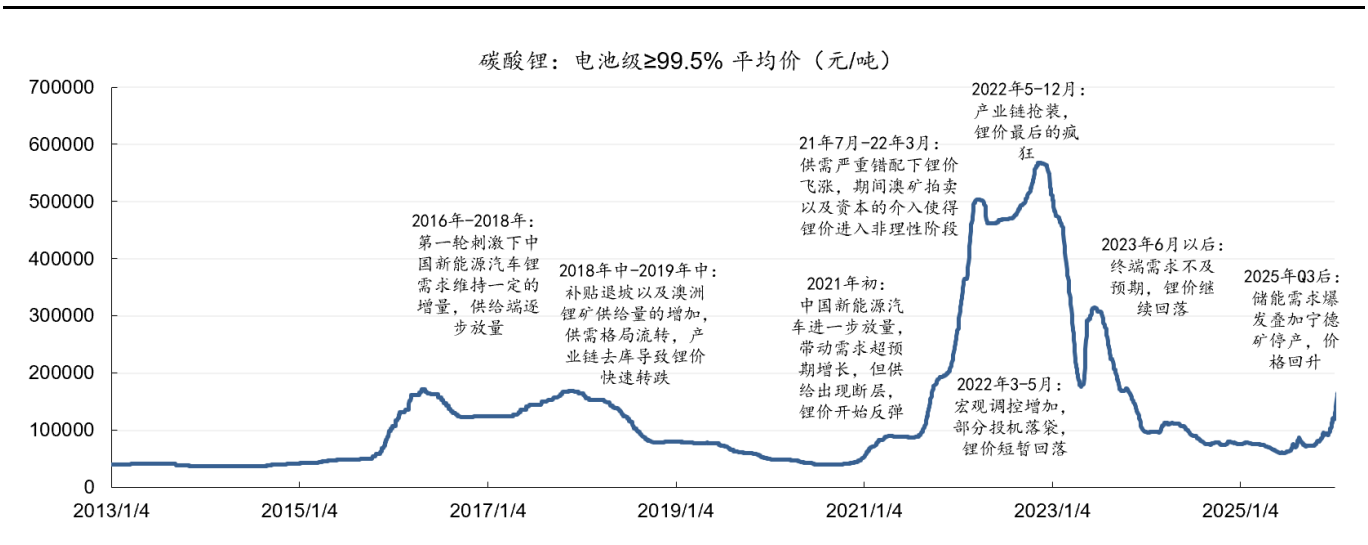
2.1.1. 碳酸锂行业周期复盘

碳酸锂价格呈现鲜明的五年周期律，供需错配驱动两轮历史级行情。第一轮周期（2015-2019年）由新能源汽车产业政策驱动，碳酸锂价格从4-5万元/吨启动，2017年冲高至17-18万元/吨后回落。第二轮周期（2020-2022年）更为波澜壮阔，全球电动化加速推进，产业链层层加库，碳酸锂价格突破60万元/吨历史峰值。但高利润刺激下资本蜂拥而入，2023-2024年全球锂资源集中投产，行业陷入严重产能过剩，锂价在2025年5月一度跌破6万元/吨成本线。

2025年下半年成为周期分水岭，供需格局发生根本性逆转。供给端，前期资本开支收缩效应显现，新增产能释放高峰已过，叠加江西矿山采矿证延期、海外政策扰动等供给冲击，资源端增量显著放缓。需求端则迎来结构性切换——储能接棒成为核心增长极，2025年全球储能电池出货量同比增长超80%，2026年我们预计维持60%高增。供需缺口在2025年Q4开始出现，社会库存持续去化，碳酸锂价格从底部6万元/吨强劲反弹至年末12万元/吨附近。

本轮上行由“储能驱动+供给收敛”双轮支撑，节奏温和但持续性更强。2020-2022年行情是电动车渗透率快速提升带来的全面牛市；而当前产业链平均产能利用率约80%，储能对电芯价格的敏感性制约了涨价空间。但供给端约束更为刚性——2026年或为本轮周期最后的增产高峰，2027年增量产能有限，28H2新增产能会逐步释放。东吴证券测算，2026年碳酸锂仅过剩0.7万吨，过剩比例仅0.3%，供需紧平衡支撑价格中枢上移至15万元/吨，若需求超预期，不排除超涨至20万元/吨+。

图12：碳酸锂价格周期复盘



数据来源：Choice，东吴证券研究所

2.1.2. 供给：锂矿供给加速释放，增量集中于 26H2

全球锂矿供给进入加速释放期，2026 年新增供给集中放量。根据我们测算，2026 年全球锂矿供给预计达 213.4 万吨，新增 43.8 万吨，增量主要来自非矿、澳矿及国内盐湖。其中，非矿贡献最大增量 13.1 万吨，主要源于中企产能打满及 Manono、Sandawana 等矿山爬坡；澳矿新增 4 万吨，由泰利森、皮尔巴拉及 Marion 等矿山达产驱动；国内盐湖新增 8.4 万吨，主要来自麻米措、察尔汗、拉果措等项目放量；国内矿山新增 6.1 万吨，包括柘下窝复产、新疆红柳滩、党坝、加达、湘源矿等；海外盐湖新增 9 万吨，由 3Q、Mariana 和 CO 等项目贡献。我们预计新增产能多集中于 2026 年 Q3 释放。

此外，津巴布韦要求实现锂精矿本土化加工，配套冶炼 capex 压力大，目前锂精矿出口已经恢复，但后续政策存在不确定性；柴油价格上涨且供给紧缺，或导致澳矿产量不及预期；我们预计江西柘下窝 6-7 月复产，贡献增量约 4-5 万吨，若复产进度迟于预期，有效供给将进一步低于名义规划。综合来看，名义供给增量中相当比例面临不确定性，26 年有效供给折损风险大于名义数字所示。

表3：2025-2030 年碳酸锂供给测算（中性）

产量（万吨 LCE）	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	17.6	26.0	30.8	32.7	36.8	38.6
国内辉石矿	6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
国内云母矿	15.5	17.3	25.2	30.6	36.1	38.1
国内供给合计	40.1	54.6	70.9	88.4	109.6	116.0
海外盐湖	43.5	52.5	56.4	64.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	51.6	62.3	65.6	67.3	70.0
非洲辉石矿	23.7	36.8	53.8	66.1	74.3	75.3
美洲辉石矿	5.8	6.2	7.6	7.7	9.5	12.2
海外供给合计	120.6	147.2	180.1	203.6	222.4	232.7
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	169.7	213.4	265.0	308.9	352.2	373.0
-新增	34.7	43.8	51.6	43.8	43.3	20.9

数据来源：西藏矿业、藏格矿业、五矿有色、盐湖股份、青海汇信、紫金矿业、川能动力、融捷股份、盛新锂能、新疆有色、国城矿业、天华新能、大中矿业、天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、华友钴业、国轩高科、江特电机、科力远、海南矿业、SQM、ALB、力拓、Galan Lithium、Eramet、POSCO、Agrosy、Pepinini、Frontier Lithium、Premier African Minerals、Sigma Lithium、Lake Resources、IGO、Mineral 等公司公告，东吴证券研究所测算

表4: 2025-2030年碳酸锂供给增量测算(中性)

当年增量(万吨 LCE)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	2.8	8.4	4.7	1.9	4.1	1.8
国内辉石矿	4.2	4.3	3.7	10.3	11.5	2.6
国内云母矿	2.5	1.8	7.9	5.4	5.6	2.0
国内供给合计	9.5	14.5	16.3	17.5	21.2	6.5
海外盐湖	6.8	9.0	3.9	7.8	7.0	4.0
澳洲辉石矿	5.6	4.0	10.6	3.3	1.7	2.7
非洲辉石矿	11.2	13.1	17.0	12.3	8.3	1.0
美洲辉石矿	-0.6	0.4	1.4	0.1	1.8	2.7
海外供给合计	23.1	26.6	32.9	23.5	18.8	10.4
锂回收	2.2	2.7	2.3	2.8	3.4	4.0
合计	34.7	43.8	51.6	43.8	43.3	20.9

数据来源: 东吴证券研究所测算

2.1.3. 需求: 动力稳健、储能加持, 锂电需求超过预期

全球动力电池需求稳健增长, 26年需求超1700GWh。 (1) 国内电动乘用车带电量提升, 对应动力电池26年需求679GWh。2026年1-2月国内新能源车单车带电量平均达63.7kwh, 同比提升30.8%, 主要系高端乘用车带电量提升, 且占比大幅提升。我们预计2026年全年国内乘用车单车带电量52.2kwh, 其中纯电乘用车单车带电量63.2kwh; 插电33.9kwh。因此, 我们预计2026年国内总体电动乘用车电池装机需求679GWh。此外, 考虑到油价上行, 因此我们预计26年国内商用车销量增长9%至95万辆, 其中电动重卡有望增长50%至35万辆, 重卡电动化率超40%, 对应国内商用车电池需求达200GWh, 同增46%。(2) 海外电动车表现亮眼, 尽管美国新车型延期以及10月IRA补贴取消影响导致需求下滑, 但欧洲与新兴国家保持强劲增长。26年在政策延续、供给放量与旺季需求共振下, 我们预计欧洲全年销量512万辆, 同比增长30%; 东南亚、南美等新兴国家电动化率低、国内车企出口优势明显, 26年1-2月数据显示印尼、泰国等国电动车渗透率已加速提升。我们预计26年欧美以外的其他国家电动车销量同增77%至284万辆。整体上, 我们预计26年海外新能源乘用车销量达921万辆, 同增30%, 对应动力电池需求521GWh。我们预计2026年全球新能源车销量达2330万辆、电动化率提升至27.3%, 对应全球2026年动力电池实际需求为1745GWh, 同比增长23%, 其中国内26年本土动力电池需求878GWh。

表5: 全球动力电池需求测算

	2025	2026E	2027E	2028E
全球新能源车销量 (万辆)	2,109	2,330	2,672	3,038
YoY	22%	10%	15%	14%
-全球电动化率	25.2%	27.3%	30.7%	34.2%
全球动力电池装机需求 (gwh)	1,163	1,430	1,668	1,917
YoY	34%	23.0%	16.6%	14.9%
-全球平均单车带电量 (kwh)	55.1	61.4	62.4	63.1
国内动力类电池 (gwh)	733	878	980	1,072
海外动力类电池 (gwh)	410	521	652	800
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,418	1,745	2,035	2,339
YoY	34%	23.0%	16.6%	14.9%

数据来源: 中汽协, EIA, 东吴证券研究所

储能需求爆发式增长, 26年出货预期超1000GWh。储能需求高增主要得益于中国容量电价机制与现货套利机会、美国ITC补贴延续、欧洲及新兴市场政策利好等多重因素驱动。分国别来看, 欧洲天然气价格上涨+各国刺激政策陆续出台, 户储销量增速恢复至40-50%, 装机需求上调, 但对需求绝对值影响较小; 美国与中国26年在政策利好下仍有超预期空间。我们预计25年全球储能电池需求641gwh, 同增95%, 26年预计全球储能需求1024GWh, 同增60%, 且预计2027年全球储能仍可维持30%+增长, 至1357GWh; 2030年需求超2300GWh, 占锂电需求40%+。

表6: 全球储能电池需求测算

全球市场	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	211.9	361.2	582.7	812.1	1036.8	1261.7	1529.2
-储能装机增速	67%	70%	61%	39%	28%	22%	21%
-放大比例	155%	177%	176%	167%	157%	155%	154%
全球储能出货量 (Gwh)	329	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
-储能出货增速	61%	95%	60%	33%	20%	20%	20%
其中储能出货量: 分区域							
美国 (Gwh)	88	128	174	213	257	327	435
-增速	49%	46%	36%	22%	21%	27%	33%
-占比	27%	20%	17%	16%	16%	17%	18%
中国 (Gwh)	144	286	432	536	590	656	734
-增速	86%	98%	51%	24%	10%	11%	12%
-占比	44%	45%	42%	40%	36%	33%	31%
欧洲 (Gwh)	44	92	157	222	276	331	391
-增速	39%	111%	70%	41%	24%	20%	18%
-占比	13%	14%	15%	16%	17%	17%	17%
其他地区 (Gwh)	53	134	261	386	507	646	792
-增速	46%	153%	94%	48%	31%	27%	22%
-占比	16%	21%	25%	28%	31%	33%	34%

数据来源: CPIA、中关村储能联盟、储能与电力市场、CNESA、CESA, 东吴证券研究所

全球锂电需求维持高增长，储能成为需求超预期的核心变量。综合来看，我们测算2026年全球锂电池总需求达2939GWh，同比增长32%。分领域看，动力电池需求稳健增长，2026年全球动力电池实际需求预计为1745GWh，同比增长23%；储能电池需求则呈现爆发式增长，2026年全球储能电池出货量预计达1024GWh，同比增长60%，增速远超动力领域。从供给端看，主流储能电池厂商扩产积极，2026年合计产量目标达1093GWh，同比增长71%，与储能需求形成正反馈，共同驱动碳酸锂需求上行。基于此，我们测算2026年全球碳酸锂总需求达212.8万吨，同比增长29%，其中锂电池领域贡献196.5万吨，其他领域贡献16.3万吨。

表7: 碳酸锂需求增速预期 (考虑良率、备货系数)

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1GWh 三元 811/NCA 碳酸锂需求 (吨, 不考虑良率)	30	29	29	29	29	28
1GWh 三元 811/NCA 氢氧化锂需求 (吨, 不考虑良率)	618	611	605	599	593	587
1gwh 磷酸铁碳酸锂需求 (吨)	566	561	555	550	544	539
全球电池碳酸锂装机需求合计 (LC, 万吨)	115	148	178	205	236	274
-增速	42%	29%	21%	15%	16%	16%
全球电池用碳酸锂实际需求 (LC, 万吨)	149.7	196.5	238.3	273.9	315.6	366.6
其他领域碳酸锂用量合计 (万吨)	15.5	16.3	16.8	17.3	17.8	18.3
全球碳酸锂需求合计 (LC, 万吨)	165.3	212.8	255.0	291.2	333.4	384.9
-增速	39%	29%	20%	14%	15%	15%

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所测算

表8: 2025-2030 年全球动力及储能电池需求测算

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,071	1,418	1,745	2,035	2,339	2,694	3,115
YoY	23%	34%	23.0%	16.6%	14.9%	15.2%	15.6%
全球消费类电池合计 (gwh)	144	162	170	187	206	227	249
国内消费类电池 (gwh)	78	90	95	104	115	126	139
海外消费类电池 (gwh)	65	72	76	83	91	101	111
全球储能电池合计 (gwh)	329	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
YoY	61%	83%	60%	33%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	144	286	432	536	590	656	734
海外储能电池 (gwh)	185	355	592	821	1,040	1,303	1,617
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,400	2,059	2,769	3,392	3,969	4,654	5,466
YoY	30%	48%	34%	23%	17%	17%	17%
全球锂电池合计 (gwh)	1,544	2,221	2,939	3,579	4,176	4,880	5,715
YoY	28%	45%	32.3%	21.8%	16.7%	16.9%	17.1%

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所测算

2.1.4. 价格：2 年向上周期，上限取决于储能经济性

紧平衡格局支撑碳酸锂价格进入上行通道，储能经济性成为价格上限的关键约束。2026 年全球碳酸锂供需比降至 1.003，由供给过剩转向实质性紧平衡，叠加行业库存处于历史低位，价格对供需错配反应更为敏感。

表9：2022-2029 年全球碳酸锂供需平衡表

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
全球锂有效供给 (万吨 LCE)	80.1	110.4	134.9	169.7	213.4	265.0	308.9	352.2
有效供给-新增	21.8	30.3	24.6	34.7	43.8	51.6	43.8	43.3
全球锂需求 (万吨 LCE)	76.8	93.2	119.1	165.3	212.8	255.0	291.2	333.4
需求-新增	20.6	16.4	26.0	46.1	47.5	42.3	36.1	42.2
过剩(万吨 LCE)	3.3	17.2	15.8	4.4	0.7	10.0	17.7	18.8

数据来源：西藏矿业、藏格矿业、五矿有色、盐湖股份、青海汇信、紫金矿业、川能动力、融捷股份、盛新锂能、新疆有色、国城矿业、天华新能、大中矿业、天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、华友钴业、国轩高科、江特电机、科力远、海南矿业、SQM、ALB、力拓、Galan Lithium、Eramet、POSCO、Agrosy、Pepinnini、Frontier Lithium、Premier African Minerals、Sigma Lithium、Lake Resources、IGO、Mineral 等公司公告，Marklines，东吴证券研究所测算

我们测算 2026 年碳酸锂仅过剩 0.7 万吨，过剩比例仅 0.3%，供需紧张在 Q1 和 Q4 尤为突出。价格端，若国内储能需求减少 20%，碳酸锂需求将减少 5 万吨，过剩接近 5.6 万吨，从而对价格形成压制。因此，12 万元/吨构成价格底部支撑，15 万元/吨为合理中枢，供给端不可控风险可能加剧紧缺。

表10：2026 年国内储能需求下修对碳酸锂过剩程度的影响测算

国内储能需求下修幅度	3%	5%	7%	10%	13%	15%	17%	20%
对应电池减少 (GWh)	12.09	20.15	28.21	40.3	52.39	60.45	68.51	80.6
碳酸锂需求减少 (万吨)	0.7	1.2	1.7	2.5	3.2	3.7	4.2	4.9
中性供给预测碳酸锂过剩 (万吨)	1.4	1.9	2.4	3.2	3.9	4.4	4.9	5.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 公司锂矿业务：资源储量丰沛，加速采选冶一体化布局

2.2.1. 坐拥超大型锂矿资源，资源储量位居行业前列

大中矿业坐拥超大型锂矿资源，资源储量位居行业前列。公司通过湖南鸡脚山和四川加达两大锂矿布局，截至 26Q1 合计拥有碳酸锂当量超 472 万吨。其中，鸡脚山锂矿矿石量 4.9 亿吨，折合碳酸锂当量约 324 万吨，为自然资源部评审备案的最大单体锂云

母矿山；加达锂矿首采区矿石量 4,343.6 万吨，氧化锂平均品位 1.38%，折合碳酸锂当量 148.42 万吨。两大矿山均已完成资源量评审备案，且未来增储空间较大，为公司锂产业可持续发展奠定坚实的资源基础。

湖南鸡脚山锂云母矿已于 2025 年 10 月取得自然资源部颁发的采矿许可证，有效期 30 年，设计露天开采规模 2000 万吨/年，参照行业技术水平，预计每年可产出约 8 万吨碳酸锂。采选项目配套的尾矿库已经过政府备案，服务期为 15.6 年。

四川加达锂辉石矿目前处于探转采阶段，首采区《矿产资源开采方案》已于 2025 年 10 月通过自然资源部专家评审，生态修复方案已于 2026 年 1 月通过自然资源部专家评审，采矿许可证落地指日可待。首采区整体规划开采规模 260 万吨/年，参照行业技术水平，对应可年产约 5 万吨碳酸锂当量。

两处锂资源现阶段合计年规划产能 13 万吨 LCE/年，以 25 年平均碳酸锂价格 7.5 万元/吨计算，达产后总年产值约 100 亿元。

表11: 碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益	指标	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
湖南鸡脚山	100%	碳酸锂 (万吨)	0	0.2	2	4	5	8
	100%	权益碳酸锂 (万吨)	0	0.2	2	4	5	8
	100%	含税完全成本 (万 / 吨)		4.5	4	4	4	4
四川加达	100%	精矿 (万吨)	0	12	24	44	64	64
	100%	碳酸锂 (万吨)	0	1.5	3	5.5	8	8
	100%	权益碳酸锂 (万吨)	0	1.5	3	5.5	8	8
	100%	含税完全成本 (万 / 吨)		4.5	4	4	4	4
合计		权益碳酸锂量 (万吨)	0	1.7	5	9.5	13	16

数据来源：东吴证券研究所测算

表12: 碳酸锂现阶段产能

项目	明细	数值
湖南鸡脚山锂矿	资源量	324.43 万吨 LCE
	规划产能	8 万吨 / 年
	达产后年产值	约 60 亿元
四川加达锂矿	资源量	148.42 万吨 LCE
	规划产能	5 万吨 / 年
	达产后年产值	约 37.5 亿元
合计	总碳酸锂产能	13 万吨 / 年
	总年产值	约 100 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2.2.2. 采选冶技术突破，进一步强化成本优势

1.湖南鸡脚山锂云母矿：采选冶一体化布置，硫酸法新工艺大幅降低生产成本

采矿：运用 TBM 盾构机技术缩短项目工期，降低运输成本。公司率先采用 TBM 盾构机技术，在建设期降低恶劣天气影响，缩短建设周期，加速产能释放节奏。盾构机掘进相较于传统的钻爆法，掘进效率提升 5 倍以上，**鸡脚山矿** 7.3 公里运输隧道历时 12 月完成全线贯通，运输距离由 20 公里缩短至 7.5 公里，每吨矿石运输成本降低近 10 元，并将传统露天运输全面转入地下，最大限度减少对地表植被的扰动。

选矿：“强磁抛尾+浮选提精”工艺，有效提升选矿效率。公司借鉴多年来铁矿采选经验，利用湖南鸡脚山锂矿含磁特性，在该项目选矿时采用“强磁抛尾+浮选提精”工艺，可抛除原矿 85%的废石，使锂精粉品位提升至 2.3%，大幅降低后端冶炼成本。据公司测算，新的强磁预先筛选工艺可将选矿成本较同行降低 20%。目前选矿厂一期 1000 万吨/年项目已完成场平，配套的 4 万吨/年碳酸锂冶炼项目同步推进。

图13：“强磁抛尾+浮选提精”选矿工艺



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

冶炼：自研硫酸法提锂工艺实现技术突破，显著构筑成本护城河。公司技术团队长期研究取得突破，相较传统锂云母硫酸盐法提炼，公司采用液体硫酸，对设备防腐要求高，目前公司已经攻克技术难关并完成中试；自研硫酸法优势在于：(1)反应浸出效果更好，锂回收率更高。(2)固体中的铍、铊等有害元素同样溶于硫酸，不进入锂渣，同时保留铷、铯等高价值金属。(3)钾等其他高价值金属同样留存，实现资源综合化利用。(4)不使用传统方法下的固体硫酸盐，降低锂渣排放量。

表13：硫酸法提锂工艺与传统工艺对比示意图

工艺类型	锂综合回收率
大中矿业自研硫酸法提锂	90%+
传统锂云母盐法 / 硫酸盐法	75% - 80%

数据来源：SMM，公司公告，东吴证券研究所

硫酸法提锂工艺通过自主创新，有效提升公司锂云母矿的经济性与环保性：

(1) 新工艺成功攻克锂云母提锂过程中锂渣含铈、铍、氟的环保达标排放难题，使锂渣中有害元素达一类固废标准，可用于陶瓷、水泥、保温砖等领域。

(2) 新工艺可将锂回收率提升至 90%，较传统工艺提高 10-20pct，变相降低采选成本。据我们测算，硫酸法提锂新工艺可使每生产 1 吨碳酸锂，节约锂云母精粉约 2.5 吨，以上海有色网 2.3%品位锂云母精粉市场价格计算，相当于降低每吨原料成本约 3000 元，拥有显著竞争优势。

(3) 新工艺可将锂渣排放量减少 50%，即从传统的 40-50 万吨/万吨 LCE 降至 20 万吨。目前同行在江西宜春每吨锂渣处理成本约 60-80 元，公司采用新技术后锂渣达到一级废料标准，避免相关成本，我们测算公司新技术每吨碳酸锂生产可节省锂渣处理费用 2000-4000 元。

(4) 新工艺实现对钨、锡、铈、钽、铷、钾等伴生金属的综合回收利用，打造“一矿多产”的循环经济模式，显著降低了全流程综合成本。按照行业平均水平测算，传统可作为副产物抵减成本的有：1.硫酸钾按 3200 元/吨均价计算，生产中 1 吨碳酸锂对应 2.5 吨硫酸钾，对应每吨碳酸锂生产过程可冲抵成本 8000 元；2.氢氟酸（1:1.5），我们测算每生产 1 吨碳酸锂对应氢氟酸副产物抵减成本 6000 元。后续若铷、铯矿等副产品打开下游市场，公司成本将更低。

目前硫酸法提锂新工艺已完成中试，实验效果较好。按照上述各项描述，我们测算公司可将整体生产成本降低 30%-50%，产业化应用后将进一步强化公司的成本竞争优势。我们预计未来该技术落地大规模量产后，公司能将每吨碳酸锂生产成本控制在 4 万元以内，含税完全成本控制在 5 万元以内，低于同行水平。

表14：硫酸法提锂工艺下鸡脚山矿生产成本测算（单吨 LCE）

	乐观估计	保守估计	悲观估计
原矿需求（吨/吨 LCE）	250	250	250
采选成本（元/吨原矿）	65	70	80
采选成本（元/吨 LCE）	16250	17500	20000
冶炼成本（不算副产品，元/吨 LCE）	30000	30000	31000
副产品抵减-			
硫酸钾（元/吨 LCE）	-8000	-8000	-8000
氢氟酸（元/吨 LCE）	-6000	-6000	-6000
冶炼成本（算副产品，元/吨 LCE）	16000	16000	17000
生产成本（元/吨 LCE）	32250	33500	37000

数据来源：东吴证券研究所测算

2.四川加达锂辉石矿：高海拔影响采选成本，冶炼端充分利用四川富裕冶炼产能

采矿：运用 TBM 盾构机技术缩短项目工期，降低运输成本。公司在加达矿同样采

用 TBM 盾构机技术，在建设期降低恶劣天气影响，缩短建设周期，加速产能释放节奏。在运营期，地下皮带运输系统彻底解决**加达矿**高海拔山区冬季运输痛点，规避冰雪路面安全风险，实现 365 天稳定物流输送，将全年有效生产周期最大化。

四川高海拔影响采选成本。加达矿所处海拔较高，计入摊销后单吨原矿的采矿成本我们预计约 120-150 元，选矿约单吨 100 元，合计单吨原矿采选成本约 250 元，高于鸡脚山。按行业内整体锂辉石平均回收率测算，约 50 万吨锂辉石原矿出 1 吨碳酸锂，合计单吨碳酸锂的原矿采选成本将达到约 12500 元。

冶炼：公司将与万华化学合作，加达矿将主要采取委外加工方式，暂无冶炼产线建设计划。公司将与万华化学合作，采取委外加工模式对加达矿出品锂辉石进行冶炼。我们按照四川市场主流委托加工费为单吨 20000-22000 元测算，加上采选成本，加达矿碳酸锂不含税完全成本约 35000-38000 元/吨（含委托加工费，若自主建碳酸锂产线成本 15000 元/吨左右，回收率 90%以上），低于行业平均 5-6 万/吨水平，重点关注未来产能是否按计划释放。

2.2.3. 锂资源高度自给，切入锂盐冶炼核心环节

大中矿业资源自给率 100%，有望充分受益于 2026-2027 年锂价上行周期。公司鸡脚山与加达矿合计规划碳酸锂产能 13 万吨/年，2026 年起逐步放量。据东吴证券测算，在 12 万元/吨的碳酸锂价格假设下，公司 2027 年锂业务利润约 30 亿元；若价格升至 15 万元/吨，利润可达 42 亿元。当前行业处于库存低位、供需紧平衡格局，价格弹性显著，公司凭借资源优势 and 成本控制能力，盈利具备较强爆发力。

从当前收入结构看，公司锂业务尚处建设期。2025 年全年公司锂矿石收入 1.33 万元，占总收入比例 3.24%，主要来自加达锂矿项目建设过程中的副产原矿，2025 年 9 月开始产生销售收入，其中 9 月单月实现销售收入 2195 万元，产生毛利 1636 万元。按碳酸锂市场均价 7.5 万元/吨测算，加达矿达产后年产值预计约 37.5 亿元，鸡脚山矿达产后年产值约 60 亿元，两大锂矿合计年产值有望接近 100 亿元。

公司与万华化学合作，投建年产 20 万吨锂盐项目，切入锂盐冶炼核心环节。公司与全球化工巨头万华化学达成深度合作，拟设立合资公司投建年产 20 万吨锂盐、30 万吨硫酸及配套生产线项目，其中一期规划锂盐产能 3 万吨，将于合资公司成立后 2 年内建成投产；二期规划年产 7 万吨锂盐、远期规划年产 10 万吨锂盐。项目提前锁定万华化学的锂盐需求，仅以合资公司一期达产后，年产 3 万吨的碳酸锂产量和当前向上通道中的锂价来看，对应营收规模约 40 亿量级，利润贡献将显著增厚公司业绩。锂盐项目的建设将推动公司在锂行业从上游矿山采选向中游锂盐冶炼延伸，构建采选冶一体化的完整锂产业链布局，有望进一步提升锂资源产品附加值，增强整体盈利能力。

表15: 不同锂价假设下大中矿业锂业务利润弹性测算 (亿元)

碳酸锂价格 (万元/吨)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
9	0.0	5.7	19.0	36.1	49.3	60.7
10	0.0	7.0	22.7	43.2	59.1	72.8
11	0.0	8.3	26.5	50.3	68.9	84.8
12	0.0	9.6	30.3	57.5	78.7	96.8
13	0.0	10.8	34.0	64.6	88.4	108.9
14	0.0	12.1	37.8	71.8	98.2	120.9
15	0.0	13.4	41.5	78.9	108.0	132.9
16	0.0	14.7	45.3	86.1	117.8	145.0
17	0.0	16.0	49.1	93.2	127.6	157.0
18	0.0	17.2	52.8	100.4	137.3	169.0
19	0.0	18.5	56.6	107.5	147.1	181.1
20	0.0	19.8	60.3	114.7	156.9	193.1

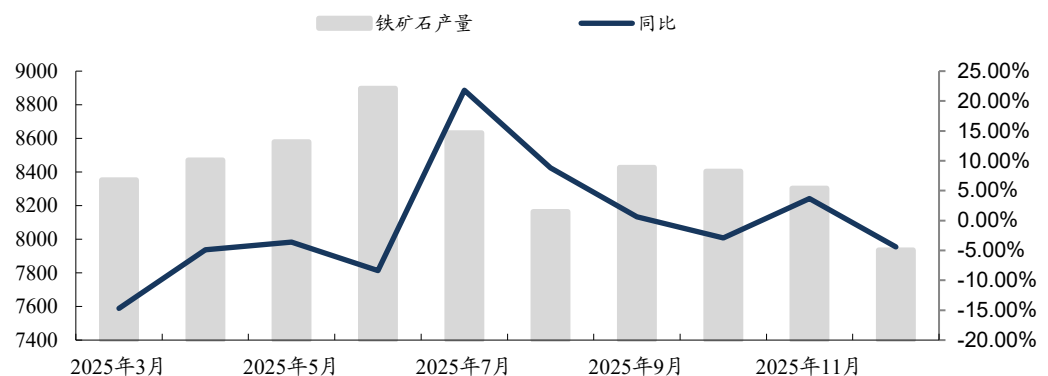
数据来源: 东吴证券研究所测算

3. 铁矿行业：供需格局重塑，公司龙头优势持续兑现

3.1. 铁矿行业：宽松平衡下的结构性机会，国产矿价值持续凸显

2025 年全球铁矿供给告别此前偏紧格局，步入增量释放、寡头主导阶段。供应端方面，根据 Mysteel 全球矿山数据，全年全球铁矿石产量同比小幅增长 1.3%，四大矿山（淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG）产量维持高位，全球供给端整体宽松。据海关总署数据，2025 年度，我国累计进口铁矿石 12.59 亿吨，同比增长 1.84%；铁矿石进口均价为 97.8 美元/吨，同比降 8.5%。国内铁矿石生产供应则呈现“总量下降、结构分化、政策强约束、替代补位有限”的核心格局。主要是受资源禀赋衰减、环保安全监管常态化叠加区域生产扰动及废钢替代提速等多重因素交织影响，国产矿对市场的支撑能力进一步弱化，进口矿主导地位持续巩固。依据官方网站钢之家的数据统计，2025 年国内铁矿石原矿产量 9.84 亿吨，同比下降 2.8%；全年铁矿石整体市场供给趋于宽松。

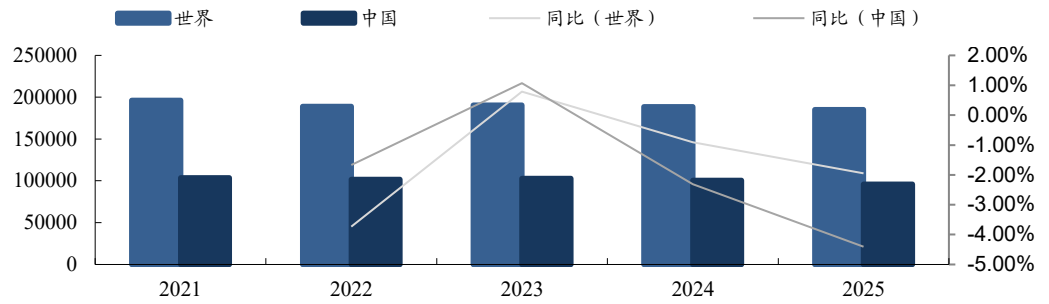
图14：2025年3月到12月我国铁矿石原矿产量当期值（万吨）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

海外钢厂复产节奏偏缓，整体需求增量有限，铁矿需求核心仍依赖国内市场。需求端，2025 年国内粗钢产量平控政策严格落地，全年粗钢产量维持小幅波动，铁矿石核心需求刚性不减，整体呈现总量平稳，结构分化特征。分下游来看，基建投资持续发挥托底作用，公路、水利等重大项目开工率维持高位，成为建筑用钢需求的核心支撑，同时制造业回暖，明显带动行业用钢需求提升。全年来看，铁矿需求未出现大幅下滑，供需格局从 2024 年的紧平衡转向宽松平衡，无实质性过剩压力，但供给端放量对价格形成持续压制。

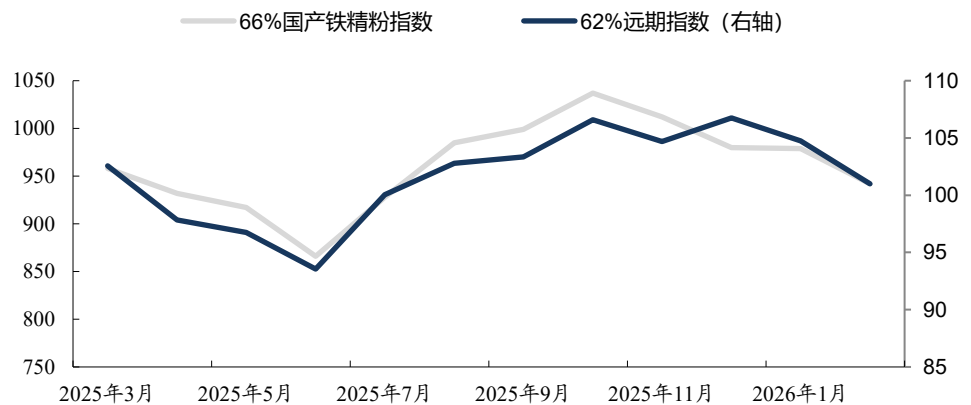
图15: 2021 年到 2025 年全球和中国粗钢产量及同比 (万吨)



数据来源: worldsteel, 东吴证券研究所

2025 年铁矿石价格体系呈现远期合约反映市场预期、现货价格贴合供需基本面的格局。核心跟踪两大指数，一是普氏 62%铁矿石远期指数，反映全球市场对铁矿价格的中期预期；二是 Mysteel 66%品位国产铁精粉现货指数，为公司主营产品核心定价对标。两大指数全年均呈现区间震荡，中间同比下降走势。

图16: 2025 年 3 月至 2026 年 2 月两大指数走势图 (元/吨)



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

3.2. 公司铁矿业务: 国内民营铁矿龙头, 资源+技术双轮驱动成长

3.2.1. 资源和产能: 规模化储备稳居民营铁矿第一梯队

资源储备雄厚, 铁精粉业务在独立铁矿采选企业中稳居龙头地位。大中矿业的核心铁矿资源分布于内蒙古巴彦淖尔市和安徽省六安市两大核心矿区, 坐拥书记沟铁矿、重新集铁矿、周油坊铁矿、合教铁矿等多座大中型铁矿, 资源储备雄厚, 且矿石品位显

著优于国内行业平均水平，铁矿石平均品位为 24.52%-37.49%，其中 TFe 平均品位不低于 28.87%的占比高达 80%以上，为后续选矿加工提供了良好的原料基础。截至 26Q1，公司铁矿石备案资源量已增至 6.90 亿吨，采选核定产能约 1480 万吨/年，在独立铁矿采选企业中稳居龙头，可采储量保障年限超 30 年，为公司铁矿业务长期稳定发展奠定了坚实的资源基础。截至 26Q1，公司硫铁矿的保有资源储量为 7085.41 万吨，配套 150 万吨/年原矿产能。铁矿产业具备明显的资源优势及产能优势。

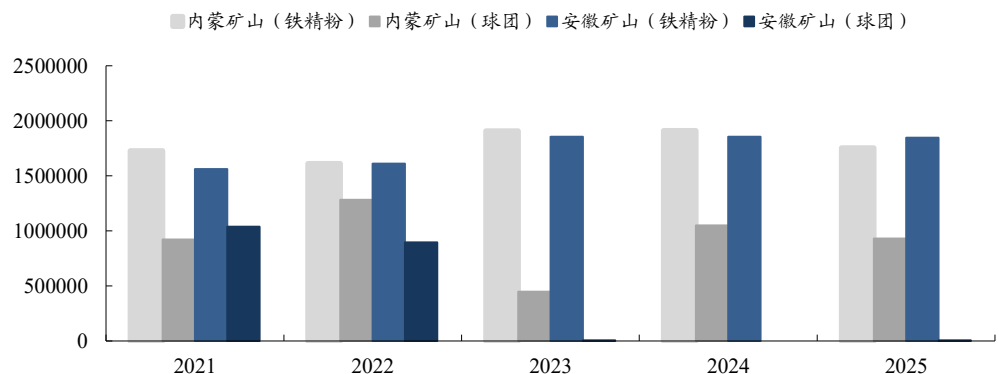
周油坊获取采矿许可证，铁矿产量增长可期。公司计划将周油坊铁矿的采选生产能力由 450 万吨/年扩产至 650 万吨/年，已于 2025 年 7 月获得期限 30 年的采矿许可证，未来公司铁矿增量可期，助力公司提升盈利能力。此外，公司重新集铁矿采选由 450 万吨/年技改扩产至 570 万吨/年项目同样在推进中，两项目完成扩产后公司采选产能将由现有的 1480 万吨/年增长至 1800 万吨/年。

表16: 公司铁矿资源量与矿石产能规划

矿山名称	备案保有资源储量 (亿吨)	备案平均品位	矿石产能 (万吨 / 年)	远期产能增量 (万吨 / 年)	远期产能 (万吨 / 年)
书记沟铁矿	0.80	37.49%	230	0	230
东五份子铁矿	0.30	31.11%	150	0	150
合教铁矿南区	0.34	24.52%	100	0	100
高腰海铁矿	0.30	30.97%	100	0	100
大坝沟铁矿	0.70	15.55%			
周油坊铁矿	2.82	29.29%	450	200	650
重新集铁矿	1.64	28.04%	450	120	570
合计	6.9		1480	320	1800

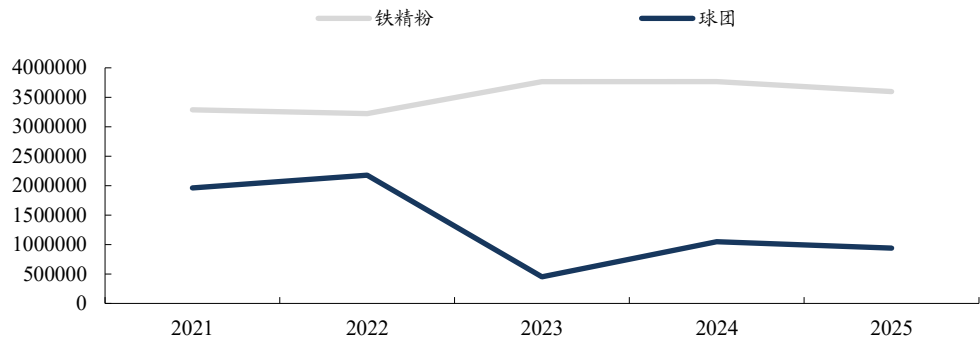
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图17: 2021 年到 2025 年各矿山产量 (吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18: 2021年到2025年铁精粉和球团的产量(吨)



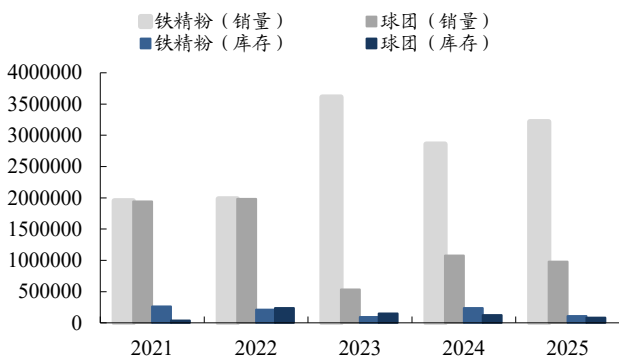
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 产销: 高产销率保障业绩兑现, 库存维持健康水平

核心业务保持高产销率, 产品库存维持合理低位。2025年上半年, 公司铁精粉、球团产品产销率均达90%, 产品库存维持合理低位, 无库存积压风险。从产销明细来看, 2025年公司铁精粉产量359.9万吨, 销量321.47万吨; 球团产量93.74万吨, 销量98.13万吨, 产销匹配度良好。从收入端看, 2025年公司铁精粉营业收入26.67亿元, 球团营业收入8.93亿元, 合计占营业收入的比重为87.05%, 是公司核心收入来源。

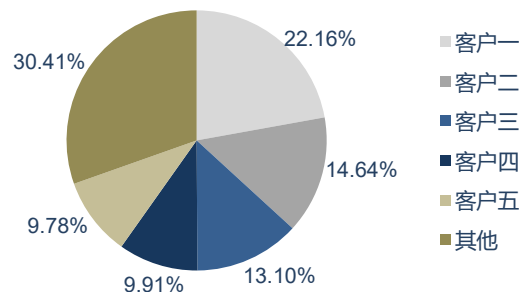
客户直销为主, 拥有稳定优质客户群体。公司销售模式以客户直销为主, 通过签订年度长协的方式建立稳定的销售渠道, 货款回收以款到发货为主, 部分经公司评估后信用等级较高的客户采取货到付款的销售策略, 保障了稳定的现金流。从客户结构看, 公司产品主要销售给国内中大型企业, 包括包钢股份、建龙集团、敬业钢铁、六安钢铁等国内头部钢企, 客户资质优质、合作关系长期稳定。

图19: 2021-2025年铁精粉、球团的销量及库存(吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

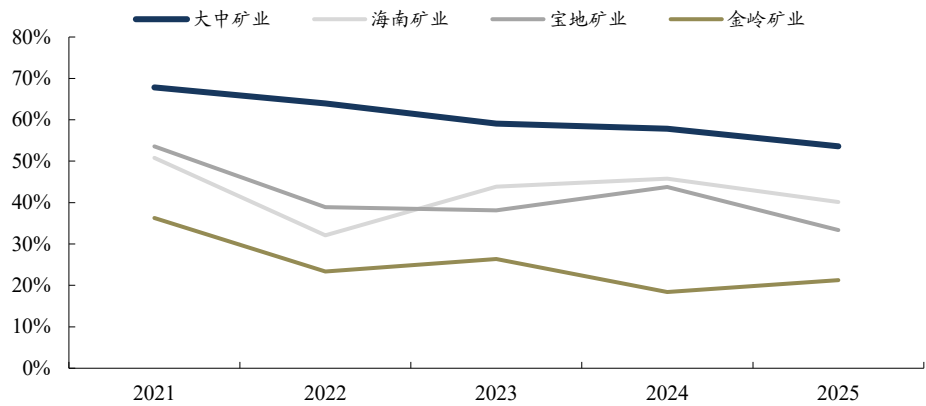
图20: 2025年主要销售客户占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

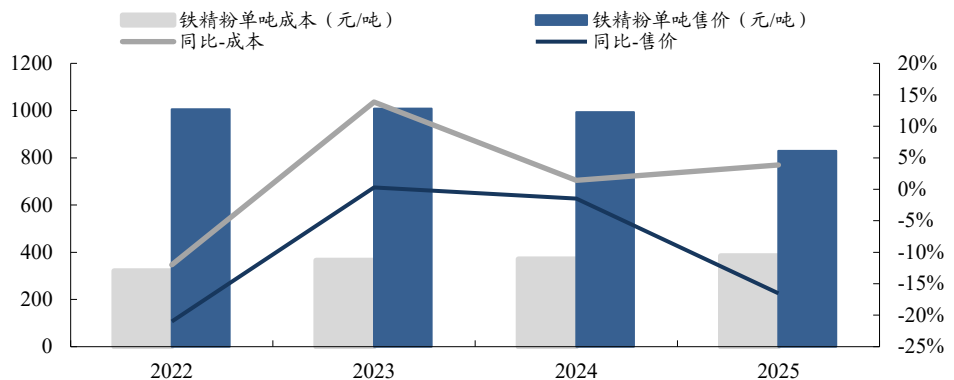
公司铁精粉生产成本优势显著。公司主要产品原料自给自足，采矿、选矿一体化生产，使得公司在铁精粉生产成本方面具有明显优势。尽管 2025 年公司铁精粉单位成本上升 3.88%至 384.99 元/吨，但毛利率水平仍较高，仍在行业内具备优势。

图21: 同行业铁精粉毛利率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 公司铁精粉单吨成本与售价 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.3. 技术: 智能化采选技术行业领先, 2025 年专利突破再筑技术壁垒

智能化开采工艺全面落地, 效率与安全双提升。2025 年公司安徽矿区铁精矿品位稳定在 65%以上, 选矿回收率同比+1.5pct, 达到国内一流水平。公司围绕矿山采选新工艺、新装备的研发, 率先将盾构机应用到矿山井下施工, 大幅提升了开采效率和安全生产水平, 降低了人工成本。2025 年公司在内蒙区域深入推进智能化改造, 全年自主实施 21 个自动化项目, 相较外委模式节约成本约 330 万元, 自动化整体运行率从 90%提升至 98%。在重新集铁矿全面推广无分区多中段盘区化连续开采方案, 配套光面爆破技术优化巷道成型质量, 减少资源浪费; 书记沟铁矿持续应用无切割井拉槽爆破技术, 利用中孔凿岩台车施工前倾中深孔配合巷道挑顶进行拉槽, 显著降低作业成本、提升开采效率, 大幅提高安全生产水平。

工艺优化+设备升级双轮驱动，2025年专利突破成效显著。2025年公司在选矿设备智能化领域取得重要突破，新增两项核心专利技术：一是“一种铁矿智能破碎装置”，通过分级破碎腔设计和智能输送组件，有效解决卡料问题，提升破碎效率与连续性；二是“一种铁矿石干粉磁选机”，采用多级磁选通道设计实现矿粉多次磁选，进一步保障铁精粉品质。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年总营收分别为 64.7/100.8/143.7 亿元，同比增速分别为 58.1%/55.9%/42.6%，毛利率分别为 53.1%/59.2%/59.6%，归母净利润分别为 18.0/36.0/55.3 亿元，同比增长 144.92%/99.64%/53.53%，分业务来看：

锂矿业务：资源放量开始，采选冶一体化布局加速，打造第二成长曲线。受益于 26 年锂资源正式放量与公司的成本优势，我们预计公司锂矿业务收入增速与毛利率维持高位。我们预计 2026-2028 年收入分别为 17.0/53.1/95.6 亿元，同比 +1182%/+213%/+80%，毛利率分别为 65.28%/67.98%/64.43%，净利润分别为 7.3/24.0/39.6 亿元，2027-2028 年同比分别 +228%/+65%，公司锂矿业务未来将带来更多增量贡献，成为公司第二成长曲线。

铁矿业务：资源与成本优势显著，民营铁矿龙头业绩持续兑现。铁精粉业务受益于周油坊增量，我们预计营收 26 年开始提升，远期收入与盈利能力保持稳定。细分来看，针对铁精粉，随着周油坊与重新集铁矿扩产落地，我们预计 2026-2028 年收入分别为 29.9/31.5/33.2 亿元，同比 +12%/+6%/+5%，毛利率分别为 59%/59%/59%，毛利润分别为 17.6/18.6/19.6 亿元，同比 +23%/+6%/+5%。针对氧化球团，公司战略重心转向锂矿，暂无球团扩产计划，我们预计 2026-2028 年收入分别为 7.3/7.3/7.3 亿元，同比 -18%/0%/0%，毛利率分别为 23%/23%/23%，毛利润分别为 1.68/1.68/1.68 亿元，同比 -15%/0%/0%。公司铁矿业务未来盈利持续向好。

硫酸业务：盈利能力长期稳定。行业预测 2026 年为硫酸本轮涨价周期顶点，公司自产硫精砂制酸成本稳定，受益于硫酸价格上涨，目前产能利用率高企。行业预测 2027-2028 年全球硫磺供给恢复稳定，硫酸价格回落，且公司战略重心转向锂矿，无硫酸扩产计划，因此远期我们预测硫酸业务营收下滑。我们预计 2026-2028 年收入分别为 8.9/7.1/5.7 亿元，同比 +261%/-20%/-20%，毛利率分别为 38.6%/38.6%/38.6%，毛利润分别为 3.4/2.7/2.2 亿元，同比 +252%/-20%/-20%。

其他：我们预计 2026-2028 年其他收入分别为 1.67/1.84/2.02 亿元，同比 +10%/+10%/+10%，毛利润分别为 0.5/0.55/0.6 亿元，同比 -26%/+10%/+10%。

表17: 公司分业务营收及利润拆分

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
碳酸锂					
收入 (百万)		133	1,699	5,310	9,558
YOY			1182%	213%	80%
毛利率		81.21%	65.28%	67.98%	64.43%
净利润 (百万)		71	731	2,399	3,961
YOY			931%	228%	65%
-收入占比		3.2%	26.3%	52.7%	66.5%
铁精粉					
收入 (百万)	2,513	2,667	2,987	3,153	3,319
YOY	-22%	6%	12%	6%	5%
毛利率	57.86%	53.60%	59.02%	59.02%	59.02%
毛利润 (百万)	1,454	1,429	1,763	1,861	1,959
YOY	-24%	-2%	23%	6%	5%
-收入占比	65.4%	65.2%	46.2%	31.3%	23.1%
氧化球团					
收入 (百万)	1,038	893	728	728	728
YOY	96%	-14%	-18%	0%	0%
毛利率	35.06%	22.07%	23.09%	23.09%	23.09%
毛利润 (百万)	364	197	168	168	168
YOY	93%	-46%	-15%	0%	0%
-收入占比	27.0%	21.8%	11.3%	7.2%	5.1%
硫酸					
收入 (百万)	108	245	885	708	566
YOY	259%	128%	261%	-20%	-20%
毛利率	38.80%	39.54%	38.56%	38.56%	38.56%
毛利润 (百万)	42	97	341	273	218
YOY		132%	252%	-20%	-20%
-收入占比	2.8%	6.0%	13.7%	7.0%	3.9%
其他					
收入 (百万)	184	152	167	184	202
YOY	-16%	-18%	10%	10%	10%
毛利率	-13.46%	44.80%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利润 (百万)	-129	68	50	55	61
YOY	29%	153%	-26%	10%	10%
-收入占比	4.8%	3.7%	2.6%	1.8%	1.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

4.2. 估值与投资建议

我们选取铁、锂矿行业可比公司金岭矿业、河钢资源、安宁股份、海南矿业, 对大中矿业进行横向估值比较。考虑到公司锂资源放量在即, 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 18.0/36.0/55.3 亿元, 同比增长 144.92%/99.64%/53.53%, 对应 PE 分

别为 33/16/11 倍。从相对估值法看，2026 年可比公司平均 PE 约在 17x，公司 25-26 年预期锂矿业务开始放量，成为全新增长极，叠加公司成本远低于同业平均水平，且由于公司对硫酸提锂新技术细节保密，具体成本优势预期暂未充分反映在股价中，因此我们首次覆盖给予“买入”评级。

表18: 可比公司估值表

证券代码	名称	总市值	股价	归母净利润 (亿元)				PE				预测
		(亿元)	(元)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	来源
000655.SZ	金岭矿业	45.4	7.62	2.68	2.84	2.85	2.86	16.93	15.97	15.92	15.86	iFinD
000923.SZ	河钢资源	104.1	15.94	5.67	6.73	10.20	9.51	18.35	15.46	10.20	10.94	iFinD
002978.SZ	安宁股份	134.2	28.44	7.20	7.65	8.47	9.45	18.64	17.55	15.85	14.20	iFinD
601969.SH	海南矿业	200.2	10.05	4.31	10.01	11.14	12.80	46.45	20.00	17.97	15.64	iFinD
可比公司均值				4.97	6.81	8.17	8.66	25.09	17.24	14.98	14.16	
001203.SZ	大中矿业	591.3	38.57	7.36	18.03	35.99	55.25	80.34	32.80	16.43	10.70	东吴

数据来源：公司公告，iFinD，东吴证券研究所测算（截至 2026 年 5 月 25 日）

5. 风险提示

需求不及预期：1) 碳酸锂价格过高将导致储能项目收益率下降，项目延期，最终影响碳酸锂需求。2) 公司铁精粉、球团为大宗商品，宏观经济预期变化导致的价格与需求波动可能对公司盈利能力带来影响。

供给超预期：碳酸锂价格上行，导致项目收益率提升，矿企产能建设速度加快。

新技术迭代风险：碳酸锂价格上行，钠电等新技术经济性相对提升，或在一些应用领域将替代锂电，影响上游碳酸锂需求。

项目进展不及预期：受制于外部环境和行政审批，公司在产量提升、扩产技改、锂矿项目建设等方面，都存在项目进展不及预期的风险，进而对公司业绩产生较大影响。

大中矿业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,746	6,521	8,984	12,030	营业总收入	4,090	6,466	10,082	14,373
货币资金及交易性金融资产	504	4,797	6,638	8,792	营业成本(含金融类)	2,191	3,034	4,115	5,809
经营性应收款项	274	355	486	793	税金及附加	202	323	504	719
存货	683	933	1,319	1,811	销售费用	4	6	10	14
合同资产	0	0	0	0	管理费用	421	517	706	862
其他流动资产	286	437	541	634	研发费用	153	194	252	287
非流动资产	15,291	17,214	18,634	19,795	财务费用	236	267	278	248
长期股权投资	170	170	170	170	加:其他收益	19	32	50	72
固定资产及使用权资产	5,028	7,372	9,403	10,771	投资净收益	4	6	10	14
在建工程	1,360	800	265	143	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7,468	7,402	7,326	7,241	减值损失	(17)	(30)	(30)	(3)
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	3	1	1	1
长期待摊费用	292	292	292	292	营业利润	893	2,133	4,248	6,517
其他非流动资产	969	1,174	1,174	1,174	营业外净收支	(21)	(10)	(10)	(10)
资产总计	17,037	23,735	27,618	31,824	利润总额	872	2,123	4,238	6,507
流动负债	6,115	7,629	8,585	10,398	减:所得税	136	318	636	976
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,960	4,909	5,109	5,109	净利润	736	1,805	3,603	5,531
经营性应付款项	670	1,002	1,420	1,899	减:少数股东损益	0	2	4	6
合同负债	40	59	89	132	归属母公司净利润	736	1,803	3,599	5,525
其他流动负债	1,446	1,659	1,967	3,257	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	1.18	2.35	3.60
非流动负债	3,603	7,725	7,925	7,925	EBIT	1,123	2,390	4,516	6,755
长期借款	2,254	6,254	6,454	6,454	EBITDA	1,660	3,371	5,796	8,294
应付债券	883	883	883	883	毛利率(%)	46.44	53.07	59.18	59.58
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	18.00	27.88	35.70	38.44
其他非流动负债	466	588	588	588	收入增长率(%)	6.43	58.10	55.93	42.56
负债合计	9,718	15,354	16,510	18,323	归母净利润增长率(%)	(2.03)	144.92	99.64	53.53
归属母公司股东权益	7,319	8,379	11,103	13,491					
少数股东权益	0	2	5	11					
所有者权益合计	7,319	8,381	11,108	13,502					
负债和股东权益	17,037	23,735	27,618	31,824					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,158	3,124	5,389	8,366	每股净资产(元)	4.68	5.37	7.15	8.71
投资活动现金流	(2,191)	(2,885)	(2,699)	(2,694)	最新发行在外股份(百万股)	1,533	1,533	1,533	1,533
筹资活动现金流	676	4,057	(1,461)	(2,664)	ROIC(%)	6.78	11.66	17.46	23.20
现金净增加额	(362)	4,293	1,229	3,008	ROE-摊薄(%)	10.06	21.51	32.42	40.96
折旧和摊销	536	982	1,280	1,539	资产负债率(%)	57.04	64.69	59.78	57.57
资本开支	(1,932)	(2,709)	(2,709)	(2,709)	P/E(现价&最新股本摊薄)	80.34	32.80	16.43	10.70
营运资本变动	(293)	53	104	918	P/B(现价)	8.24	7.18	5.39	4.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>