

2026年06月06日

天华新能 (300390.SZ)

——氢氧化锂龙头，深度绑定大客户，锂资源加速布局

投资评级：买入（首次）

投资要点：

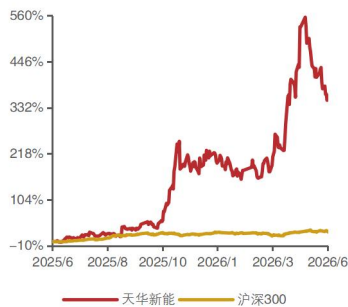
- 公司概况：战略转型锂电，成长为氢氧化锂龙头。**公司成立于1997年，起家于防静电产品领域，2015年通过收并购进入医疗器械领域，2018年公司与宁德时代签署《共同投资框架协议书》，公司正式切入新能源锂电材料赛道，成功实现新能源业务战略转型。此后公司锂盐产能加速扩张，加强上游锂矿布局，成长为氢氧化锂龙头。股权结构方面，下游大客户宁德时代战略持有公司13.54%股权，形成深度产业协同合作关系。
- 锂盐：氢氧化锂龙头，深度绑定大客户。**截至2025年末，公司在中国拥有三大锂盐生产基地，分布于四川宜宾市、四川眉山市和江西宜春市，目前拥有13.5万吨电池级氢氧化锂产能，3万吨电池级碳酸锂产能，是国内氢氧化锂龙头，公司远期规划锂盐产能25-26万吨/年。**公司锂盐和锂矿核心子公司深度绑定宁德时代：**天宜锂业为公司锂盐核心子公司，公司和宁德时代分别持有75%/25%股权，同时天宜锂业持有奉新时代100%股权，宁德时代间接持有其25%股权。苏州天华时代新能源产业投资有限公司聚焦海外锂矿资源投资和开发，公司和宁德时代分别持有75%/25%股权。
- 锂矿：锂矿加速布局开发，自给率提升有望降本。**公司实现锂矿资源全球化布局，锂资源自给率有望持续提升。**海外锂资源方面：**1) Ogapa 锂矿：尼日利亚锂辉石矿，是公司当前唯一在产锂矿，公司持有37.5%权益。Ogapa 锂矿锂储量约40万吨LCE，氧化锂品位1.3%，目前已实现投产，为公司供应锂精矿。2) Tantale 锂矿：刚果（金）锂辉石矿，目前仍处于勘探阶段。3) 公司将与三冠矿业共同开发尼日利亚 Kebbi 州锂资源。**国内锂资源方面：**1) 金子峰锂矿：江西宜春云母矿，资源量约420万吨LCE，采矿规模900万吨/年，预计2027年建成投产。2) 容须卡南锂矿：四川锂辉石矿，目前处于勘探阶段。
- 锂行业：供紧需强，锂价进入上行周期。**供给端，在前期锂价低迷背景下锂企业资本开支放缓，未来两年预计锂供给弹性减弱，且供给端扰动频发，锂供给端释放或低于预期。需求端，储能需求增长超预期；单车带电量提升叠加出口需求高增，电车对锂的需求拉动有望维持高增。供紧需强背景下，碳酸锂格局预计处于紧平衡甚至小幅短缺，锂价进入上行周期，锂板块公司盈利弹性可期。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为47.3/53.2/64.6亿元，同比增速分别为+1076.9%/+12.3%/+21.5%，当前股价对应的PE分别为14/13/10倍。我们选取其他锂盐上市公司为可比公司，2026-2028年平均PE分别为16/13/11倍，公司作为国内氢氧化锂龙头，在业务和股权上深度绑定下游大客户，锂盐产能远期扩张仍有空间，非洲和国内锂资源放量后有望降本，在锂价上行周期中，公司盈利弹性可期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：项目进展不及预期风险；新能源汽车和储能需求增长不及预期风险；锂价大幅下行风险。**

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
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com
陈轩
SAC: S1350525120001
chenxuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年06月05日

收盘价(元)	80.50
一年内最高/最低(元)	119.06/17.16
总市值(百万元)	66,875.44
流通市值(百万元)	54,117.54
总股本(百万股)	830.75
资产负债率(%)	34.68
每股净资产(元/股)	14.86

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,608	7,549	21,621	24,898	28,361
同比增长率(%)	-36.87%	14.23%	186.41%	15.16%	13.91%
归母净利润(百万元)	834	402	4,733	5,315	6,460
同比增长率(%)	-49.74%	-51.77%	1,076.89%	12.29%	21.54%
每股收益(元/股)	1.00	0.48	5.70	6.40	7.78
ROE(%)	6.65%	3.54%	32.98%	29.99%	29.61%
市盈率(P/E)	80.20	166.28	14.13	12.58	10.35

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 2026–2028 年归母净利润分别为 47.3/53.2/64.6 亿元，同比增速分别为 +1076.9%/+12.3%/+21.5%，当前股价对应的 PE 分别为 14/13/10 倍。我们选取其他锂盐上市公司为可比公司，2026–2028 年平均 PE 分别为 16/13/11 倍，公司作为国内氢氧化锂龙头，在业务和股权上深度绑定下游大客户，锂盐产能远期扩张仍有空间，非洲和国内锂资源放量后有望降本，在锂价上行周期中，公司盈利弹性可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

锂电材料业务：碳酸锂供需迎来反转，格局由大幅过剩转向紧平衡，锂价进入上行周期。我们假设 2026–2028 年锂均价分别为 18/15/14 万元/吨。公司目前拥有 16.5 万吨锂盐产能，其中四川天华 6 万吨碳酸锂项目建设中，我们预计公司远期锂盐产销量有望维持高增，我们假设公司 2026–2028 年锂盐销量为 13/18/22 万吨。

防静电产品和医疗器械产品：公司这两块业务盈利相对稳定，我们假设其营收维持 10%的稳定增速。

投资逻辑要点

行业周期上行。碳酸锂供需迎来反转，格局由大幅过剩转向紧平衡，锂价进入上行周期，锂行业公司盈利弹性可期。

公司是氢氧化锂龙头，锂盐产能远期扩张空间较大，同时公司锂资源有望逐步放量，公司业绩有望受益于量价齐升。

公司与下游大客户深度绑定，有利于协同发展。宁德时代战略入股公司，并且也持有公司核心子公司股权。

核心风险提示

- 1) 项目进展不及预期风险。
- 2) 新能源汽车和储能需求增长不及预期风险。
- 3) 锂价大幅下跌风险。

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 发展历程：战略转型锂电，成长为氢氧化锂龙头	5
1.2. 股权结构：宁德战略入股，实现大客户深度绑定	6
1.3. 财务情况：锂价进入上行周期，盈利弹性可期	7
2. 锂盐：氢氧化锂龙头，深度绑定大客户	10
3. 锂矿：锂矿加速布局开发，自给率提升有望降本	11
4. 锂行业：供紧需强，锂价进入上行周期	12
4.1. 供给端：资本开支见顶回落，锂供给弹性减弱	12
4.2. 需求端：储能需求增长超预期，碳酸锂进入去库周期	14
4.3. 供需平衡：格局转向紧平衡，锂价进入上行周期	15
5. 盈利预测与评级	17
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司深耕三大产业领域.....	6
图表 3: 公司股权结构.....	7
图表 4: 公司 2020-2026Q1 营收及增速.....	8
图表 5: 公司 2020-2026Q1 归母净利润及增速.....	8
图表 6: 2021-2025 年公司各业务营收.....	8
图表 7: 2021-2025 年公司各业务营收结构.....	8
图表 8: 2021-2025 年公司各业务毛利.....	8
图表 9: 2021-2025 年公司各业务毛利结构.....	8
图表 10: 2021-2025 年公司各业务毛利率.....	9
图表 11: 公司 2020-2025 年各项费用.....	9
图表 12: 公司 2020-2026Q1 各项费用率.....	9
图表 13: 公司锂盐产能分布.....	10
图表 14: 公司锂盐和锂矿核心子公司深度绑定宁德时代.....	10
图表 15: 公司 2023-2025 年锂盐产量 (万吨).....	11
图表 16: 公司持有的锂矿山资源 (截至 2025 年 12 月 31 日).....	11
图表 17: 国内锂盐企业资本开支见顶回落.....	13
图表 18: 2026-2028 年锂供给预测 (万吨 LCE).....	14
图表 19: 中国新能源汽车月度销量.....	14
图表 20: 中国新能源汽车单车平均带电量提升.....	14
图表 21: 中国储能电芯月度产量.....	15
图表 22: 中国磷酸铁锂月度产量.....	15
图表 23: 碳酸锂样本周度库存(吨).....	15
图表 24: 碳酸锂供需平衡.....	16
图表 25: 公司盈利拆分与预测.....	17
图表 26: 可比公司估值表.....	18

1. 公司概况

1.1. 发展历程：战略转型锂电，成长为氢氧化锂龙头

天华新能的发展历程是一部典型的“跨界转型”教科书：从一家苏州本土的防静电耗材公司，通过精准卡位锂电风口，蜕变为全球领先的新能源锂电材料供应商，其近 30 年的历程可清晰划分为四个战略阶段。

初创与上市期（1997 - 2014）：防静电领域的“隐形冠军”。1997 年公司成立，公司是一家以向客户提供静电与微污染防控解决方案为核心，专业从事防静电超净技术产品的研发、生产和销售的国家高新技术企业，产品主要为液晶显示、半导体、硬盘存储、通讯产品等电子信息制造行业提供静电与微污染防控的专业配套。2014 年公司在深交所创业板上市，此时公司定位清晰，是国内防静电超净行业的龙头企业，业务单一但技术壁垒稳固。

业务多元化探索期（2015 - 2017）：并购切入医疗赛道。公司上市后寻求第二增长曲线，2015 年通过收购无锡宇寿医疗 100% 股权，进入医疗器械领域，宇寿医疗主要从事自毁式、安全式注射器和高压注射器等一次性医疗器械研发、生产与销售。公司业务从单一业务向“防静电+医疗”双轮驱动转型。

战略级转型期（2018 - 2020）：与宁德时代深度合作，向锂电新能源材料战略转型。2018 年 7 月 5 日，公司与宁德时代签署《共同投资框架协议书》，双方以共同投资建设新项目方式，围绕锂电新能源产业链开展合作，同年 11 月公司与宁德时代等企业签署建设锂电材料项目的《投资协议书》，各方共同投资设立宜宾市天宜锂业科创有限公司，合资公司规划建设锂电材料项目，计划建设年产 4 万吨锂电材料碳酸锂和氢氧化锂。这标志着公司正式切入新能源锂电材料赛道，成功实现新能源业务战略转型。2020 年 12 月天宜锂业一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂项目竣工投产。

加速成长期（2021-至今）：锂盐产能加速扩张，加强上游锂矿布局，成长为氢氧化锂龙头。2021 年天宜锂业一期技改和二期氢氧化锂项目投产，氢氧化锂产能由 2 万吨增长至 5 万吨。2023 年四川天华时代年产 6 万吨电池级氢氧化锂建设项目达产，宜宾市伟能锂业一期 2.5 万吨氢氧化锂项目竣工，奉新时代一期年产 3 万吨电池级碳酸锂项目建成投产。同时公司开始加强上游锂矿资源布局，2024 年公司子公司四川天华通过竞拍获得四川省道孚县容须卡南锂矿勘查探矿权；子公司宜春盛源通过竞拍获得江西省奉新县金子峰—宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿采矿权。2025 年 2 月公司与尼日利亚 Kebbi 州政府、三冠矿业签署《Kebbi 州锂资源开发投资协议》，共同开发尼日利亚锂资源。

图表 1：公司发展历程


资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所

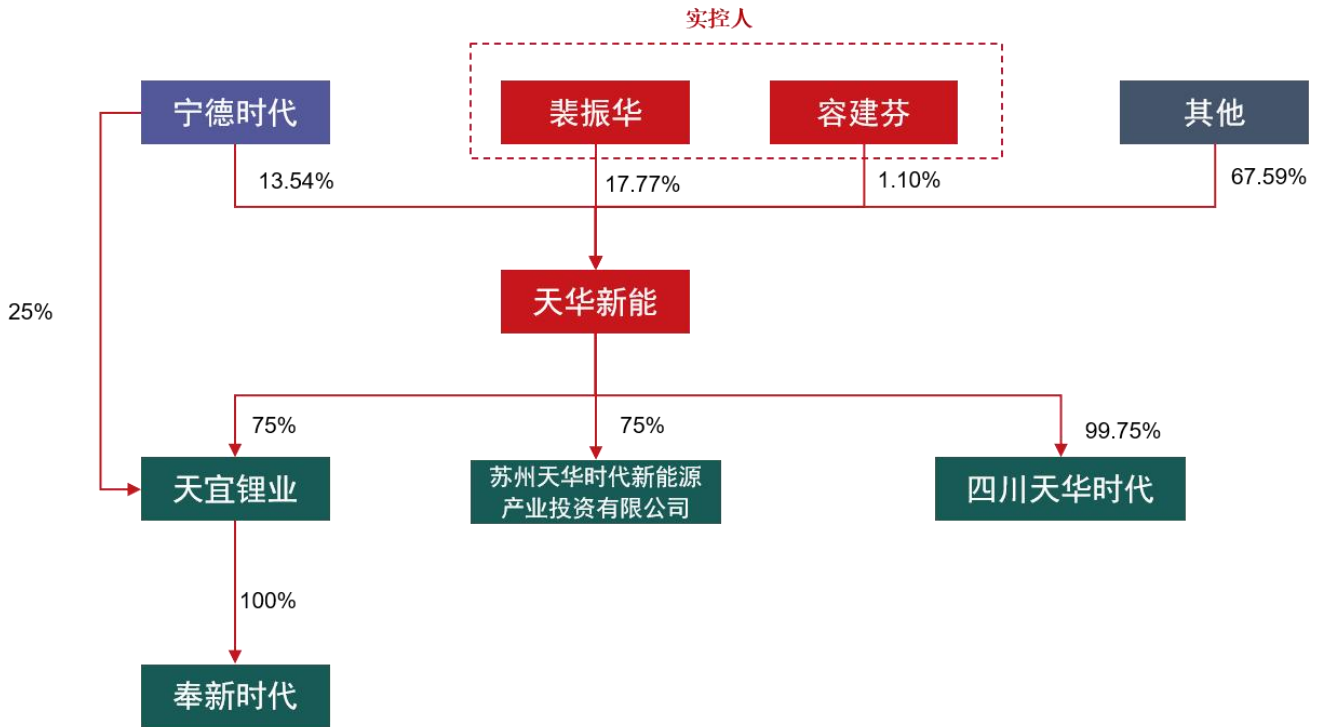
公司深耕新能源、静电与微污染防控、医疗三大业务领域。新能源锂电材料产品包括氢氧化锂、碳酸锂产品，主要应用于新能源汽车电池、通讯电子产品电源设备、能源存储等领域。防静电超净技术产品主要对工业生产过程中的静电与微污染进行防护和控制，以提高产品的可靠性和良品率，下游主要应用领域为电子信息制造业，为电子信息（半导体、存储、新型显示、通讯等）、医药等诸多行业提供基础性保障。医疗器械产品有高压注射器（按工作原理分为针筒式高压注射器、管路式高压注射器）、自毁式注射器、安全式注射器等，主要用于临床进行疫苗接种、肌肉注射、皮下注射、高压造影等药物注射过程。

图表 2：公司深耕三大产业领域


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 股权结构：宁德战略入股，实现大客户深度绑定

公司实控人为裴振华和容建芬夫妇，宁德时代战略入股，实现大客户深度绑定。截至 2026 年一季报，公司实控人裴振华和容建芬夫妇分别持有公司股份 17.77% 和 1.10%，合计持有公司股份 18.87%。2025 年 10 月，裴振华和容建芬夫妇通过协议转让方式向宁德时代转让 12.95% 股权，转让完成后宁德时代合计持有公司股权比例为 13.54%。同时宁德时代与公司在业务上也深度合作，宁德时代持有公司核心子公司天宜锂业 25% 股权，公司实现与大客户在股权和业务上的深度绑定。

图表 3：公司股权结构


资料来源：wind，华源证券研究所

注：控股子公司股权比例截至 2025 年报，其他数据截至 2026 年一季度

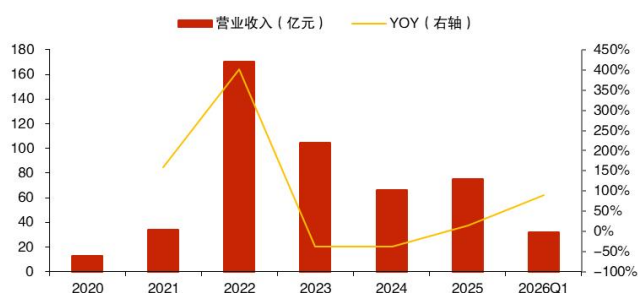
注：公司对四川天华时代直接持股 92.50%，间接持股 7.25%。

1.3. 财务情况：锂价进入上行周期，盈利弹性可期

公司盈利跟随锂价周期波动。上一轮锂价周期中，新能源汽车渗透率加速提升，锂盐供不应求，碳酸锂价格由最低近 4 万元/吨上涨至最高接近 57 万元/吨，公司盈利在 2021 和 2022 年实现高速增长，2022 年实现归母净利润 65.9 亿元，取得历史最佳业绩。伴随锂盐供需格局转为过剩，锂价大幅下跌，由 2022 年高点近 57 万元/吨下跌至 2025 年最低近 6 万元/吨，公司盈利也逐步下滑，2025 年公司归母净利润下滑至 4.0 亿元。

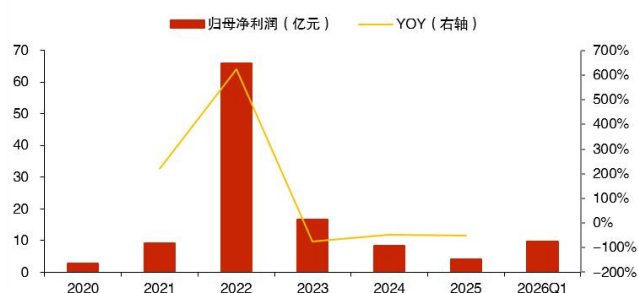
锂价进入新一轮上行周期，公司盈利弹性可期。在供给端持续扰动，储能需求增长超预期背景下，碳酸锂基本面实现反转，供需格局由过剩转向紧平衡甚至短缺，锂价进入新一轮上行周期。公司盈利也实现触底回升，2026Q1 公司实现归母净利润 9.7 亿元，环比增长 162%。新一轮锂价周期下，公司盈利弹性可期。

图表 4：公司 2020-2026Q1 营收及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

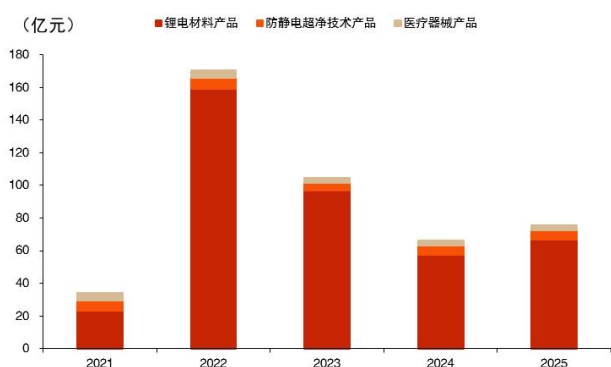
图表 5：公司 2020-2026Q1 归母净利润及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

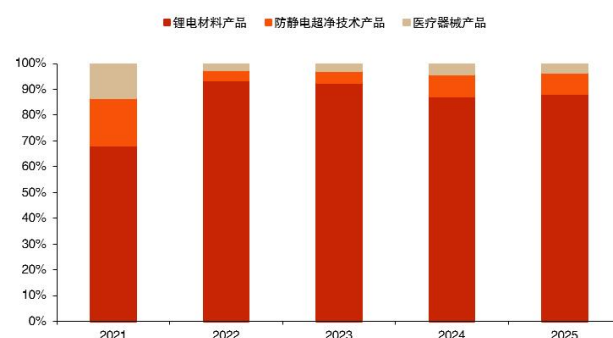
锂电材料是公司核心盈利业务。2025 年公司锂电材料/防静电超净技术/医疗器械产品营收分别为 66.7/6.1/2.8 亿元，营收占比分别为 88%/8%/4%；毛利分别为 8.2/1.4/1.4 亿元，毛利占比分别为 75%/13%/13%。锂电材料是公司营收和毛利占比最大业务，锂价上行周期中锂电材料毛利占比可达 90%以上，是公司核心盈利业务。防静电超净技术产品和医疗器械产品毛利相对稳定，年度毛利分别稳定在 1-2 亿元。

图表 6：2021-2025 年公司各业务营收



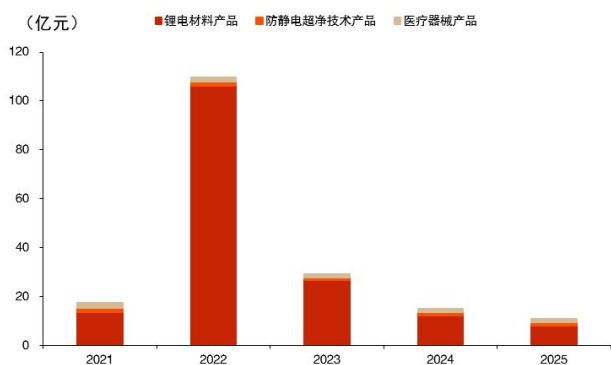
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：2021-2025 年公司各业务营收结构



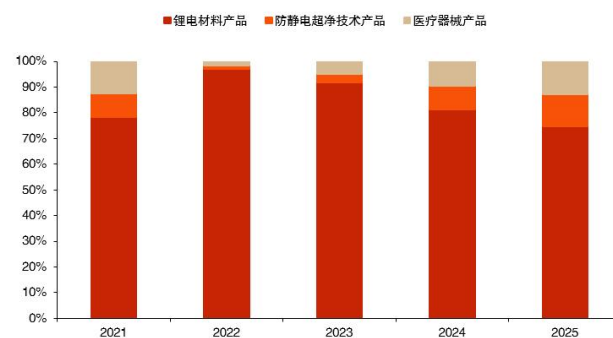
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 8：2021-2025 年公司各业务毛利



资料来源：ifind，华源证券研究所

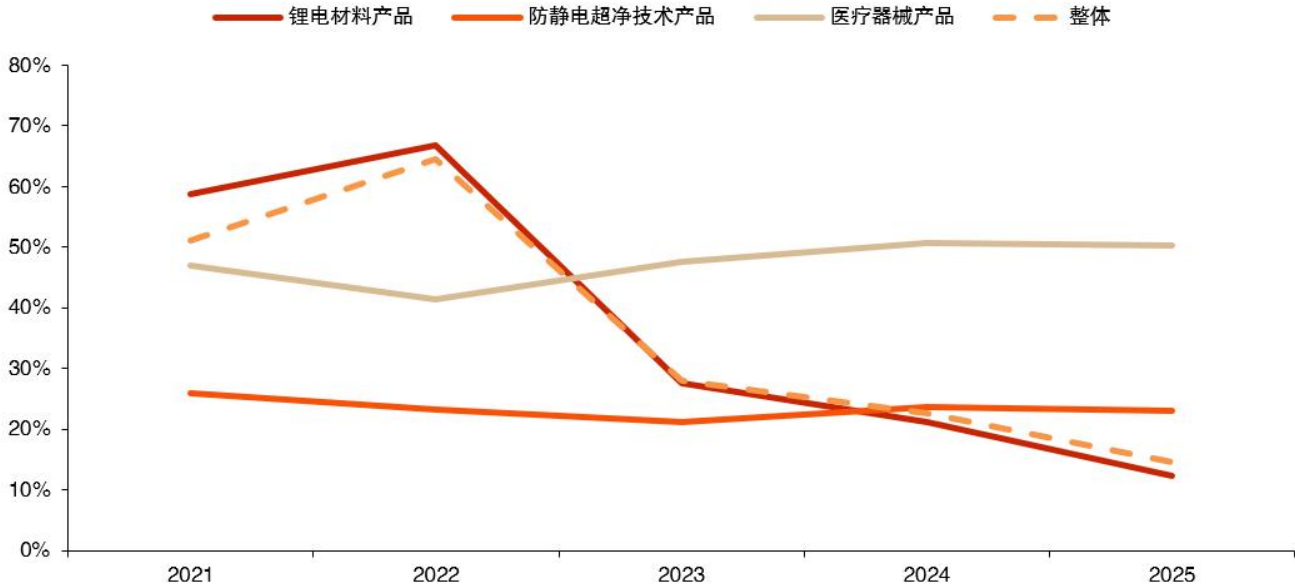
图表 9：2021-2025 年公司各业务毛利结构



资料来源：ifind，华源证券研究所

锂电材料业务毛利率受锂价周期影响波动较大，其他业务毛利率较为稳定。锂价上行周期，锂电材料毛利率高，2022 年公司锂电材料毛利率高达 67%，锂价下行周期，锂电材料毛利率降低，2025 年公司锂电材料毛利率下降至 12%。防静电超净技术产品和医疗器械产品毛利率维持相对稳定，2021-2025 年平均毛利率分别为 23%/47%。

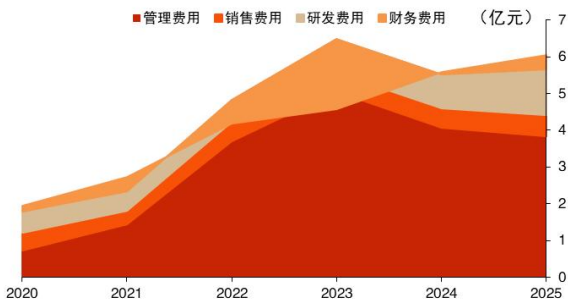
图表 10：2021-2025 年公司各业务毛利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

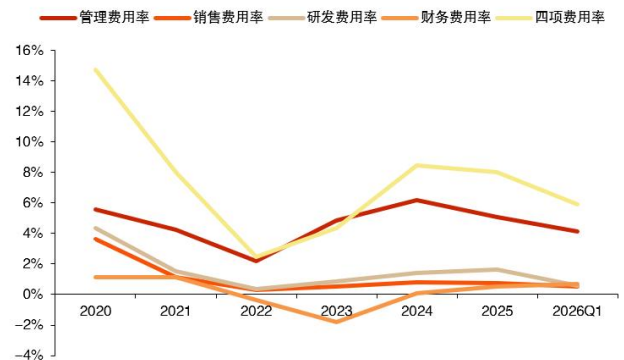
公司各项费用相对稳定，主要费用为管理费用。2022-2025 年公司管理费用/销售费用/研发费用/财务费用平均年度费用为 4.2/0.5/0.9/-0.5 亿元，四项费用合计平均 5.1 亿元。费用率受营收基数影响较大，2026Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.1%/0.5%/0.6%/0.7%，四项费用率合计 5.9%。

图表 11：公司 2020-2025 年各项费用



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：公司 2020-2026Q1 各项费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 锂盐：氢氧化锂龙头，深度绑定大客户

公司目前拥有 16.5 万吨锂盐产能，是国内氢氧化锂龙头。截至 2025 年末，公司在中国拥有三大锂盐生产基地，分布于四川宜宾市、四川眉山市和江西宜春市，位于四川宜宾的子公司天宜锂业拥有年产 7.5 万吨电池级氢氧化锂产能；位于四川眉山的子公司四川天华拥有年产 6 万吨电池级氢氧化锂产能，并可根据市场需求柔性转换成 5.5 万吨电池级碳酸锂产能；位于江西宜春的子公司奉新时代拥有年产 3 万吨电池级碳酸锂产能，该产能主要用于代工生产。总结来看，公司目前拥有 13.5 万吨电池级氢氧化锂产能，3 万吨电池级碳酸锂产能，是国内氢氧化锂龙头，公司远期规划锂盐产能 25-26 万吨/年。

图表 13：公司锂盐产能分布

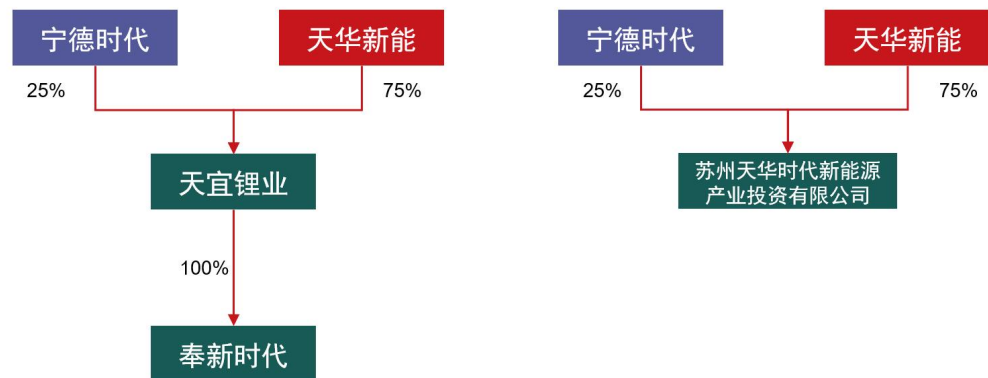
产能基地	子公司	年产能
四川宜宾	天宜锂业	7.5 万吨电池级氢氧化锂
四川眉山	四川天华	6 万吨电池级氢氧化锂产能，可柔性转换成 5.5 万吨电池级碳酸锂产能
江西宜春	奉新时代	3 万吨电池级碳酸锂年产能，主要用于代工生产
合计		16.5 万吨锂盐年产能，其中 13.5 万吨氢氧化锂，3 万吨碳酸锂

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：数据截至 2025 年 12 月。

锂盐和锂矿核心子公司深度绑定宁德时代。天宜锂业为公司锂盐核心子公司，公司和宁德时代分别持有 75%/25% 股权，同时天宜锂业持有奉新时代 100% 股权，宁德时代间接持有其 25% 股权。苏州天华时代新能源产业投资有限公司聚焦海外锂矿资源投资和开发，公司和宁德时代分别持有 75%/25% 股权。公司锂盐和锂矿核心子公司实现与宁德时代的深度绑定。

图表 14：公司锂盐和锂矿核心子公司深度绑定宁德时代



资料来源：wind，华源证券研究所

锂盐产量稳步增长，产能远期规划增长空间较大。2023-2025 年各生产基地分别生产氢氧化锂 6.64/9.41/5.95 万吨，生产碳酸锂 0.13/1.1/4.74 万吨。按碳酸锂口径测算，2023-2025 年公司生产锂盐产量合计 6.0/9.4/10.0 万吨，锂盐产量稳步增长。公司远期规划锂盐产能

25-26 万吨/年，预计公司未来锂盐产销量有望维持高速增长。2026 年 2 月，四川天华时代二期年产 6 万吨电池级碳酸锂项目开始建设。

图表 15：公司 2023-2025 年锂盐产量（万吨）

产能基地	产品	2023	2024	2025
宜宾	氢氧化锂	4.82	4.96	4.82
眉山	氢氧化锂	1.82	4.45	1.13
	碳酸锂		0.27	3.74
宜春	碳酸锂	0.13	0.83	1
产量合计（折合碳酸锂）		6.0	9.4	10.0

资料来源：公司公告，华源证券研究所
 注：氢氧化锂与碳酸锂换算系数取 0.88

3. 锂矿：锂矿加速布局开发，自给率提升有望降本

公司实现锂矿资源全球化布局，锂资源自给率持续提升。海外锂资源方面，公司在尼日利亚持有多宗锂矿的矿业权且拥有采选矿工厂；在刚果（金）也持有控股锂矿权矿区。此外，公司以包销、参股等形式与巴西、津巴布韦、澳大利亚等国的锂矿紧密合作，形成稳定供应链，全球化矿源布局覆盖非洲、南美洲、大洋洲和亚洲四大洲。在国内资源布局方面，子公司四川天华通过竞拍获得四川省道孚县容须卡南锂矿勘查探矿权，目前正在推进勘探工作；子公司宜春盛源通过竞拍获得江西省奉新县金子峰—宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿采矿权，打造高效协同的本土锂矿资源供给体系。

图表 16：公司持有的锂矿山资源（截至 2025 年 12 月 31 日）

锂矿	股权比例	地区	资源类型	锂储量（百万吨 LCE）	氧化锂品位	矿山状态
容须卡南	93.3%	中国四川	锂辉石			勘探阶段
金子峰	55.0%	江西宜春	锂云母	4.2	0.30%	在建
Ogapa	37.5%	尼日利亚	锂辉石	0.4	1.3%	在产
Tantale	37.1%	刚果（金）	锂辉石	0.8	1.4%	勘探阶段

资料来源：公司公告，华源证券研究所

尼日利亚 Ogapa 锂矿是公司当前唯一在产锂矿。2024 年 7 月，公司子公司苏州盛源收购尼日利亚 Ogapa 锂矿 75.01% 权益，其中苏州盛源为公司与九岭锂业合资公司，分别持股 50%，穿透后公司持有 Ogapa 锂矿 37.5% 权益。Ogapa 锂矿锂储量约 40 万吨 LCE，氧化锂品位 1.3%，目前已实现投产，为公司实现锂精矿供应。

金子峰锂矿预计 2027 年建成投产。2024 年 11 月，公司子公司宜春盛源以 25.1 亿元成功竞得江西省奉新县金子峰—宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿采矿权。金子峰矿的锂矿石资源量为 5.47 亿吨，平均品位为 0.31%，氧化锂 168.6 万吨，锂资源量约为 420 万吨 LCE。采矿规模为 900 万吨/年，公司表示未来将努力在 2027 年上半年将该锂矿建成并于下半年实现采选矿生产。

刚果（金）Tantale 锂矿目前仍处于勘探阶段。Tantale 锂矿是公司在刚果（金）的控股锂矿区，已完成第一期勘探锂（Li₂O）资源矿石量达 2,500 万吨，氧化锂平均品位 1.36%，锂资源量约 80 万吨 LCE。

容须卡南锂矿：目前处于勘探阶段。2024 年 11 月，公司子公司四川天华以 1.79 亿元竞得四川省道孚县容须卡南锂矿勘查探矿权，目前正在推进勘探工作。

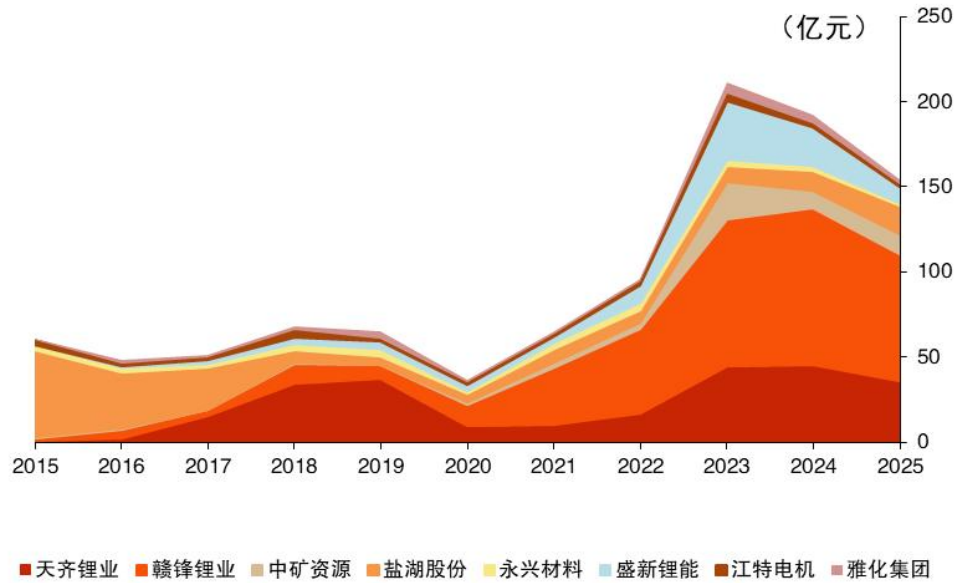
公司将与三冠矿业共同开发尼日利亚 Kebbi 州锂资源。2025 年 2 月，公司已与尼日利亚 Kebbi 州政府、三冠矿业就项目合作框架签署《Kebbi 州锂资源开发投资协议》。三冠矿业是一家尼日利亚矿业公司，其位于 Ngaski L.G.A, Kebbi State, Nigeria 编号为 45158EL 及 46216SSML 的矿权勘探工作已基本结束，钻探显示有良好的锂资源开发前景，需要引入战略投资者共同开发。在 Kebbi 州政府招商引资和见证下，公司与三冠矿业拟共同对标的矿权进行投资、开发和运营。公司和三冠矿业将通过适当方式，形成持有标的矿权 100%权益并负责对标的矿权进行项目投资的合资公司；其中公司将持有合资公司 85%的股份，三冠矿业（或者其股东）将持有合资公司 15%的股份。公司预计将投资超 2 亿美元通过合资公司建设一座尼日利亚领先的锂矿开采、选矿、尾矿处理现代化工厂，并负责管理和运营。

4. 锂行业：供紧需强，锂价进入上行周期

4.1. 供给端：资本开支见顶回落，锂供给弹性减弱

锂行业资本开支见顶回落，新一轮资本开支周期或需要更高的锂价刺激。2020 年起新能源汽车需求高增，碳酸锂供不应求，锂价一度涨至近 60 万元/吨，高利润的锂价驱动行业大规模资本开支，国内样本锂盐企业资本开支由 2020 年 37 亿元大幅增长至 2023 年 211 亿元，造成锂供给大幅增长，碳酸锂供过于求逐步过剩，锂价开始逐步下行，2025 年 6 月锂价一度跌破 6 万元/吨，该锂价下大部分锂矿项目均处于亏损状态，各锂盐企业资本开支开始缩减，国内样本锂盐企业 2025 年资本开支下滑至 154 亿元，锂行业资本开支逐步见顶回落，后续供给弹性或将大幅减弱，新一轮资本开支周期或需要更高的锂价刺激。

图表 17：国内锂盐企业资本开支见顶回落



资料来源：wind，华源证券研究所

上一轮锂行业资本开支周期的新建和扩产项目集中于 2023–2025 年投产，预计 2026 年锂供给弹性减弱，主要增量来源包括 2025 和 2026 年新项目的投产放量以及锂价回升背景下部分锂矿产能利用率的回升。我们预计 2026–2028 年锂供给分别为 220/268/309 万吨 LCE，同比增长 28%/22%/15%，供给弹性逐步减弱。

预计 26 年锂供给增量来源主要包括：

澳矿：1) 格林布什 52 万吨锂精矿扩产项目放量；2) 高锂价下，其他澳矿产能利用率回升。

非洲：1) 赣锋锂业马里 Goulamina 锂矿的爬产放量；2) 海南矿业 Bougouni 锂矿的爬产放量；3) 其他非洲锂矿产能利用率提升。

南美：1) 巴西 Sigma 锂矿扩产项目投产放量；2) 紫金矿业 3Q 盐湖爬产放量；3) 赣锋锂业 Mariana 盐湖爬产放量。

中国：1) 大中矿业湖南鸡脚山锂矿和四川加达项目放量；2) 藏格矿业麻米错盐湖 5 万吨项目投产；3) 盐湖股份 4 万吨扩产项目投产放量；4) 紫金矿业湖南锂矿项目放量；5) 新疆有色集团大红柳滩锂矿项目放量。

图表 18：2026-2028 年锂供给预测（万吨 LCE）

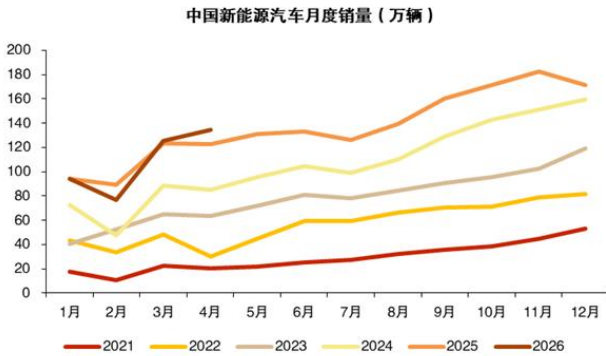
		2024	2025	2026E	2027E	2028E
锂辉石提锂	澳洲	43.4	48.7	57.0	66.2	66.2
	非洲	11.0	20.1	36.4	53.4	63.4
	巴西	4.3	7.1	10.2	11.2	12.8
	加拿大	2.1	2.5	3.0	3.0	3.0
	中国	4.8	7.0	13.8	14.9	19.9
	合计	65.6	85.4	120.4	148.7	165.3
云母提锂	中国	15.4	18.0	19.9	27.1	33.3
	合计	15.4	18	19.9	27.1	33.3
盐湖提锂	中国	12.9	14.75	20.7	26.9	34.9
	智利	26.7	28.9	30	32	32
	阿根廷	9.1	13.9	18.3	20.6	28.4
	美国	1	1	1	1	1
	合计	50	59	70	81	96
回收提锂	中国	6.8	8.8	10	12	14
	合计	6.8	8.8	10	12	14
碳酸锂总供给		137	171	220	268	309
增速			24%	29%	22%	15%

资料来源：各公司公告等，华源证券研究所

4.2. 需求端：储能需求增长超预期，碳酸锂进入去库周期

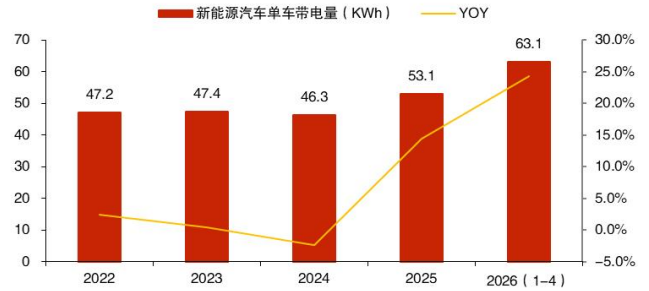
单车带电量提升叠加出口需求增加，电车需求对锂需求的拉动有望维持高增。2026 年 1-4 月中国新能源汽车销量 431 万辆，同比增长 0.2%，主要受 1-2 月数据拖累，当前单月销量同环比增长逐步修复，4 月销量 134 万辆，同比增长 10%，环比增长 7%。同时高油价下电车销量有望上修，我们预计 2026 年中国新能源汽车全年销量仍能维持 10%+增速。虽然新能源汽车销量增速相比前期高位有所下滑，但单车带电量同比大幅提升，2026 年 1-4 月新能源汽车单车平均带电量为 63.1kWh，同比增长 24.3%。出口方面，2026 年 1-4 月中国新能源汽车出口量为 138.5 万辆，同比增长 117%。

图表 19：中国新能源汽车月度销量



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：中国新能源汽车单车平均带电量提升

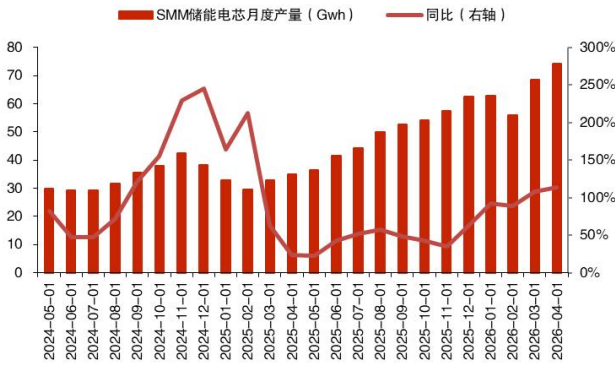


资料来源：乘联分会&科瑞咨询，华源证券研究所

在国内电价市场化改革以及海外缺电等因素驱动下，国内外储能需求增长超预期。2025 年国内储能电芯产量达 529.4Gwh，同比增长 54%。2026 年 1-4 月，储能电芯产量 262Gwh，同比增长 101%，储能成为锂需求的重要增长来源。

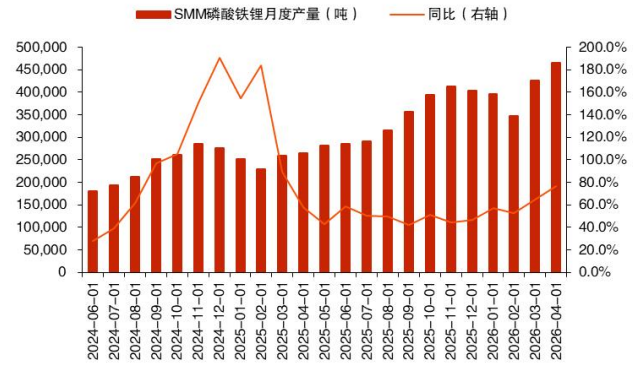
在储能需求增长超预期带动下，磷酸铁锂作为储能电芯正极材料，其排产也延续高增。2026 年 4 月磷酸铁锂产量 46.6 万吨，同比增长 76.4%，环比增长 9.3%。

图表 21：中国储能电芯月度产量



资料来源：smm，华源证券研究所

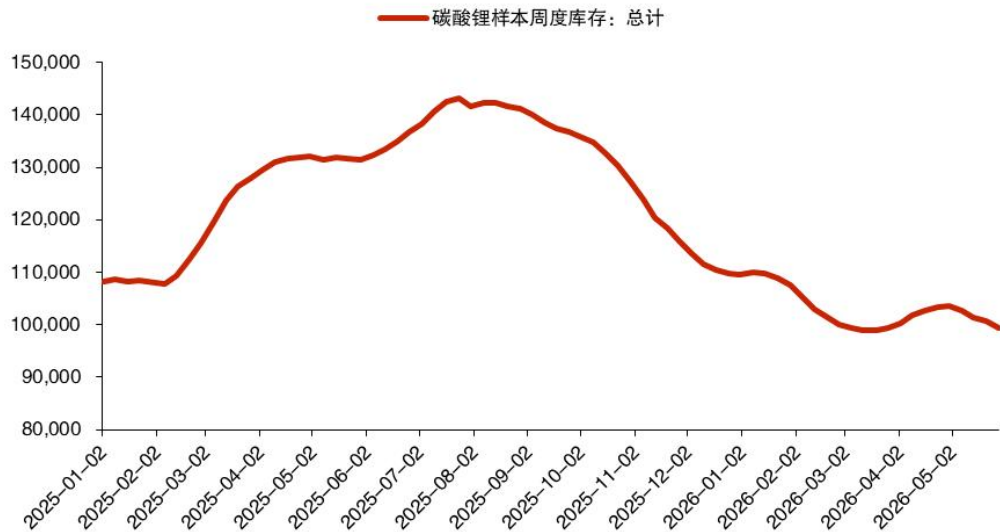
图表 22：中国磷酸铁锂月度产量



资料来源：smm，华源证券研究所

锂电需求强劲，碳酸锂持续去库。在锂电强劲需求下，碳酸锂月度供需供不应求，库存持续去化。自 2025 年 8 月起，碳酸锂样本周度库存从高位超 14 万吨持续去化。截至 2026 年 5 月 28 日，碳酸锂样本周度库存为 9.9 万吨，或反映出需求的强现实。

图表 23：碳酸锂样本周度库存(吨)



资料来源：smm，华源证券研究所

4.3. 供需平衡：格局转向紧平衡，锂价进入上行周期

碳酸锂供需迎来反转，格局由大幅过剩转向紧平衡，锂价进入上行周期。锂电需求增长超预期下，碳酸锂需求增长的弹性或将高于供给弹性，我们预计 2026-2028 年全球碳酸锂需求分别为 230/274/312 万吨，同比增长 33%/19%/14%，供给分别为 220/268/308 万吨，供需缺口为 9.5/6.2/4.2 万吨，碳酸锂 2026 年供需或转向紧平衡，锂价迎来上行周期。

图表 24：碳酸锂供需平衡

	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国磷酸铁锂产量	万吨	234	375	544	680	782
yoy		49%	60%	45%	25%	15%
全球磷酸铁锂产量	万吨	246	395	572	715	823
碳酸锂单耗	吨	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨	62	99	143	179	206
中国三元材料产量	万吨	69	82	98	108	119
yoy		10.1%	19.5%	20%	10%	10%
全球三元材料产量	万吨	91	109	131	144	159
中国三元材料产量占全球比例		75%	75%	75%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	35	42	50	55	60
中国钴酸锂产量	万吨	9.0	12.5	15.0	17.3	19.8
yoy		17.8%	39.7%	20%	15%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.9	13.9	16.7	19.2	22.0
碳酸锂单耗	吨	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.8	5.3	6.3	7.3	8.4
中国锰酸锂产量	万吨	12	14	17	20	23
yoy		31.1%	25%	20%	15%	15%
全球锰酸锂产量	万吨	13.3	16.0	19.2	22.1	25.4
碳酸锂单耗	吨	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.7	3.2	3.8	4.4	5.1
中国六氟磷酸锂产量	万吨	18	26.0	31.2	35.9	41.3
		38.8%	30%	20%	15%	15%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	24.00	35.62	44.57	51.26	58.95
		75%	73%	70%	70%	70%
六氟磷酸锂单耗	吨	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	7.9	11.8	14.7	16.9	19.5
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	96.3	141.1	192.8	233.4	266.4
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	110.7	160.5	217.8	262.3	298.9
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	13
碳酸锂总需求量	万吨	123	172	230	274	312
yoy		24%	41%	33%	19%	14%
全球锂盐产量 (万吨LCE)		131	164	210	256	294
锂回收量 (万吨LCE)		6.8	8.8	10	12	14
碳酸锂总供给	万吨	137	173	220	268	308
yoy		32%	25%	28%	22%	15%
供需缺口	万吨	14.8	0.0	-9.5	-6.2	-4.2
过剩比例		12%	0%	-4%	-2%	-1%

资料来源：smm，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

锂电材料业务：碳酸锂供需迎来反转，格局由大幅过剩转向紧平衡，锂价进入上行周期。我们假设 2026–2028 年锂均价分别为 18/15/14 万元/吨。公司目前拥有 16.5 万吨锂盐产能，其中四川天华 6 万吨碳酸锂项目建设中，我们预计公司远期锂盐产销量有望维持高增，我们假设公司 2026–2028 年锂盐销量为 13/18/22 万吨。

防静电产品和医疗器械产品：这两块业务盈利相对稳定，我们假设其营收维持 10% 的稳定增速。

图表 25：公司盈利拆分与预测

		单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
锂电材料	营业收入	亿元	57.17	66.3	207.1	238.9	272.6
	营业成本	亿元	45.09	58.2	133.5	157.1	174.3
	毛利	亿元	12.08	8.03	73.54	81.82	98.22
	毛利率	%	21%	12%	36%	34%	36%
防静电产品	营业收入	亿元	5.33	5.6	6.1	6.8	7.4
	营业成本	亿元	4.08	4.4	4.9	5.4	5.9
	毛利	亿元	1.25	1.14	1.25	1.38	1.52
	毛利率	%	23%	20%	20%	20%	20%
医疗器械	营业收入	亿元	2.83	2.7	3.0	3.3	3.6
	营业成本	亿元	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
	毛利	亿元	1.43	1.37	1.51	1.66	1.82
	毛利率	%	51%	50%	50%	50%	50%
合计	营业收入	亿元	65.33	74.56	216.21	248.98	283.61
	营业成本	亿元	50.57	64.02	139.91	164.12	182.05
	毛利	亿元	14.76	10.54	76.30	84.86	101.56
	毛利率	%	23%	14%	35%	34%	36%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 47.3/53.2/64.6 亿元，同比增速分别为 +1076.9%/+12.3%/+21.5%，当前股价对应的 PE 分别为 14/13/10 倍。我们选取其他锂盐上市公司为可比公司，2026–2028 年平均 PE 分别为 16/13/11 倍，公司作为国内氢氧化锂龙头，在业务和股权上深度绑定下游大客户，锂盐产能远期扩张仍有空间，非洲和国内锂资源放量后有望降本，在锂价上行周期中，公司盈利弹性可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE	
		2026/6/5	26E	27E	28E	26E	27E	28E
002460.SZ	赣锋锂业	65.65	3.31	4.00	4.89	19.8	16.4	13.4
002466.SZ	天齐锂业	59.06	3.89	4.81	5.00	15.2	12.3	11.8
002738.SZ	中矿资源	58.37	4.01	6.07	7.63	14.6	9.6	7.7
002497.SZ	雅化集团	21.20	2.07	2.47	3.03	10.2	8.6	7.0
002240.SZ	盛新锂能	43.55	2.07	2.61	3.08	21.1	16.7	14.1
002756.SZ	永兴材料	58.95	4.03	4.96	6.67	14.6	11.9	8.8
平均值						15.9	12.6	10.5

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

6. 风险提示

1) **项目进展不及预期风险**。公司锂盐锂矿项目建设中，若进展不及预期，将影响公司锂盐销量和成本，从而影响公司业绩增长。

2) **新能源汽车和储能需求增长不及预期风险**。公司锂盐终端需求大部分是新能源汽车和储能，若新能源汽车和储能需求增长不及预期，将影响公司锂盐销量从而影响公司业绩。

3) **锂价大幅下跌风险**。公司盈利受锂价周期波动影响，若锂价大幅下跌，公司盈利将受较大影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,780	2,162	2,490	5,507
应收票据及账款	797	1,814	2,089	2,380
预付账款	1,357	2,467	2,841	3,236
其他应收款	294	523	602	686
存货	2,287	4,621	5,421	6,013
其他流动资产	1,545	2,438	2,760	3,100
流动资产总计	10,061	14,025	16,202	20,922
长期股权投资	890	875	861	847
固定资产	5,365	5,255	5,484	6,029
在建工程	167	915	1,280	1,258
无形资产	3,207	3,156	3,104	3,052
长期待摊费用	24	23	22	20
其他非流动资产	3,378	3,378	3,378	3,378
非流动资产合计	13,032	13,601	14,128	14,584
资产总计	23,092	27,626	30,331	35,507
短期借款	3,790	2,305	302	0
应付票据及账款	716	2,475	2,903	3,220
其他流动负债	772	1,444	1,676	1,866
流动负债合计	5,277	6,224	4,881	5,086
长期借款	2,014	1,680	1,324	943
其他非流动负债	148	148	148	148
非流动负债合计	2,161	1,827	1,471	1,091
负债合计	7,439	8,051	6,352	6,177
股本	831	831	831	831
资本公积	2,494	2,494	2,494	2,494
留存收益	8,027	11,027	14,395	18,489
归属母公司权益	11,353	14,352	17,720	21,814
少数股东权益	4,301	5,223	6,258	7,516
股东权益合计	15,653	19,575	23,978	29,330
负债和股东权益合计	23,092	27,626	30,331	35,507

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	448	5,323	6,018	7,386
折旧与摊销	583	600	661	752
财务费用	38	197	109	38
投资损失	-206	-68	-68	-68
营运资金变动	-1,370	-3,151	-1,190	-1,195
其他经营现金流	185	397	397	397
经营性现金净流量	-322	3,300	5,929	7,312
投资性现金净流量	-3,676	-1,168	-1,186	-1,206
筹资性现金净流量	4,864	-3,750	-4,415	-3,088
现金流量净额	839	-1,618	328	3,018

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,549	21,621	24,898	28,361
营业成本	6,453	13,991	16,412	18,205
税金及附加	51	143	164	187
销售费用	57	43	50	57
管理费用	385	454	473	482
研发费用	125	151	174	199
财务费用	38	197	109	38
资产减值损失	-46	-130	-149	-170
信用减值损失	-123	-166	-192	-218
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	206	68	68	68
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-2	-2	-2
其他收益	67	334	334	334
营业利润	544	6,746	7,574	9,205
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	14	8	8	8
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	533	6,741	7,570	9,200
所得税	85	1,086	1,219	1,482
净利润	448	5,655	6,350	7,718
少数股东损益	46	922	1,035	1,258
归属母公司股东净利润	402	4,733	5,315	6,460
EPS(元)	0.48	5.70	6.40	7.78

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	14.23%	186.41%	15.16%	13.91%
营业利润增长率	-55.55%	1,139.42%	12.28%	21.53%
归母净利润增长率	-51.77%	1,076.89%	12.29%	21.54%
经营现金流增长率	-121.96%	1,125.33%	79.67%	23.33%
盈利能力				
毛利率	14.52%	35.29%	34.08%	35.81%
净利率	5.94%	26.16%	25.50%	27.21%
ROE	3.54%	32.98%	29.99%	29.61%
ROA	1.74%	17.13%	17.52%	18.19%
ROIC	4.65%	37.96%	31.49%	34.44%
估值倍数				
P/E	166.28	14.13	12.58	10.35
P/S	8.86	3.09	2.69	2.36
P/B	5.89	4.66	3.77	3.07
股息率	0.00%	2.59%	2.91%	3.54%
EV/EBITDA	43	10	9	7

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）。