

天华新能（300390）

国内氢氧化锂龙头，加码锂资源打开成长空间

买入（首次）

2026 年 09 月 24 日

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

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	6,608	7,549	19,291	22,400	25,807
同比（%）	(36.87)	14.23	155.55	16.12	15.21
归母净利润（百万元）	833.85	402.19	4,629.30	5,866.79	6,876.24
同比（%）	(49.74)	(51.77)	1,051.02	26.73	17.21
EPS-最新摊薄（元/股）	1.00	0.48	5.57	7.06	8.28
P/E（现价&最新摊薄）	52.56	108.98	9.47	7.47	6.37

投资要点

■ **防静电领域起家，跨界转型为头部氢氧化锂供应商。**公司最初从防静电领域起家，2015 年通过收购宇寿医疗进入医疗器械领域。2018 年公司与宁德时代合资成立天宜锂业，进军锂电材料领域，逐渐发展为主营业务，截至 26 年 8 月拥有 13.5 万吨电池级氢氧化锂+3 万吨电池级碳酸锂产能，已成为业内电池级锂盐头部供应商。公司通过整合上游锂矿资源及布局特殊领域固态电池前沿技术，逐步构建从原材料到正极材料的锂电产业完整产业链。26H1 公司实现营业收入 78 亿元，同比+125%，归母净利润 22.9 亿元，同比+2623%，新一轮锂价周期下，随着公司持续布局自有锂资源，叠加锂盐量价齐升，公司盈利弹性可期。

■ **动储需求维持强势，27 年锂价中枢我们预期 12-15 万元/吨。**需求端，受新能源汽车单车带电量提升、海外电动化加速及储能需求爆发驱动，我们预计 2026 年全球动力电池需求 1733GWh、同比+21.5%，全球储能需求 1111GWh、同比+73%，带动全球碳酸锂需求达 210 万吨、同比+31%；供给端，新增锂矿供给虽集中释放，但受海外矿山政策及项目爬坡不确定性影响，行业整体仍处于紧平衡状态，2026 年碳酸锂供需过剩 1 万吨，2027 年小幅过剩 3 万吨。综合供需格局与下游储能经济性，我们预计 27 年碳酸锂价格中枢 12-15 万元/吨，旺季不排除阶段性突破合理中枢，锂价中枢上移有望带动产业链盈利修复。

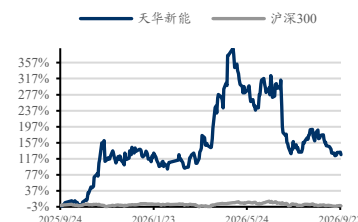
■ **锂盐主业量利齐升，公司与宁德深度合作，自有资源放量强化盈利韧性。**公司为国内电池级氢氧化锂龙头，2025 年国内市占率 22.2%，截至 26 年 7 月，公司锂盐综合产能 16.5 万吨，并深度绑定宁德时代。我们预计 2026-2027 年锂盐销量折 LCE 分别为 14.2/18.1 万吨，同比+34%/+27%，公司预计眉山二期 6 万吨碳酸锂产线 2027Q1 建成投产，总产能升至 22.5 万吨；叠加锂价重回上行周期，量价共振驱动锂盐主业盈利中枢上移。资源端，公司同样与宁德时代深度合作，重点投资海外项目。目前尼日利亚 Ogapa 为公司锂资源核心增长极、金子峰 2027 年规划投产贡献主要增量，我们预计 2026/2027 年权益碳酸锂量将达到 1.2/3.9 万吨、2028 年有望提升至 7.1 万吨，资源自给率快速抬升强化成本可控性，锂盐主业量利齐升。

■ **固态材料打开第二成长曲线，产业化推进渐次提速。**固态电池材料体系对硫化锂纯度要求苛刻，公司采用低成本锂盐、硫盐短流程工艺，已实现 99.9% 高纯度制备，由实验室研发推进至客户验证环节，苏州公斤级试验线及固态电解质测试评估线已建成；江苏宜锂规划建设年产 5200 吨固态电池用高镍三元正极项目，卡位固态电池正极材料环节。随固态电池产业化进程加速，公司固态材料有望凭借较高单位价值量与先发工艺优势，成长为第二成长曲线。此外，公司前瞻布局非氟离子膜、防静电超净、医疗器械等其他业务，多元化布局共同支撑盈利稳健增长。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑锂价中枢上行，公司锂资源自给率提升及眉山二期放量，公司整体盈利具备较强向上弹性。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 46.3/58.7/68.8 亿元，同比+1051%/+27%/+17%，对应 PE 分别为 9/7/6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**锂价大幅波动风险，锂资源项目推进不及预期，产能消化不及预期，固态材料产业化不及预期，客户集中度及关联交易风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.76
一年最低/最高价	22.72/119.06
市净率(倍)	3.19
流通 A 股市值(百万元)	37,538.29
总市值(百万元)	43,830.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.52
资产负债率(% ,LF)	34.12
总股本(百万股)	830.75
流通 A 股(百万股)	711.49

相关研究

内容目录

1. 天华新能：防静电领域起家，跨界转型为头部氢氧化锂供应商	4
1.1. 发展历程：防静电领域起家，跨界转型为头部氢氧化锂供应商	4
1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验深厚	6
1.3. 财务情况：锂价重回上行周期，盈利弹性可期	7
2. 锂行业：动储需求维持强势，27 年价格中枢预计 12-15 万元/吨	10
2.1. 需求端：动储产销两旺，26 年我们预计全球碳酸锂需求同增 31%至 210 万吨	10
2.2. 供给端：锂矿供给加速释放，增量集中于 26H2	12
2.3. 价格判断：26-27 年供给维持紧缺，我们预计锂价中枢 12-15 万元/吨	13
3. 锂盐主业量利齐升，固态材料有望打开第二成长曲线	15
3.1. 锂业：资源冶炼一体化，盈利韧性提升	15
3.1.1. 商业模式：由单一冶炼加工向“加工+资源”协同演进	15
3.1.2. 冶炼端：氢氧化锂底盘稳固，眉山二期打开碳酸锂增量	15
3.1.3. 深度绑定宁德时代，锂盐经营可见度显著提升	16
3.1.4. 资源端：尼日利亚矿为核心增长极，多点开花推动自给率跃升	18
4. 固态材料业务加速落地，产业化放量可期	21
5. 其他业务：稳基固本，多元布局培育新增长极	22
5.1. 非氟离子膜：破解性能权衡，环保优势突出	22
5.2. 防静电超净业务夯实盈利底盘，医疗业务拓展高毛利空间	23
6. 盈利预测与投资评级	24
6.1. 盈利预测	24
6.2. 投资评级	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1: 天华新能发展历程.....	4
图 2: 天华新能主营业务.....	5
图 3: 天华新能股权结构（截至 2026H1）.....	6
图 4: 2021-2026H1 营收及增速（亿元，%）.....	7
图 5: 2021-2026H1 归母净利润及增速（亿元，%）.....	7
图 6: 2021-2025 年公司分产品营业收入（亿元）.....	8
图 7: 2021-2025 年公司分产品毛利率（%）.....	8
图 8: 2021-2026H1 公司毛利率与销售净利率（%）.....	9
图 9: 2021-2026H1 公司期间费用率（%）.....	9
图 10: 2021-2026H1 经营活动现金流及资本开支（亿元）.....	9
图 11: 碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算.....	14
图 12: 电芯价格与储能电站年运行天数对于储能 irr 弹性测算（甘肃为例）.....	14
图 13: 天华新能锂业务所涉及领域.....	15
图 14: 2025 年天华新能氢氧化锂市场份额（%）.....	16
图 15: 天华新能氢氧化锂产品.....	16
图 16: 天华新能与宁德时代合作项目股权架构.....	17
图 17: 与宁德时代及其子公司关联交易情况（亿元，%）.....	17
图 18: Manono 项目基本情况.....	18
图 19: 同业公司资本开支对比（亿元）.....	18
图 20: 金子峰矿与化山矿相关主体股权及矿权关系图.....	19
图 21: 金子峰矿采矿许可证基本情况.....	19
图 22: 天华新能资源自供率（%）.....	20
图 23: 天华新能防静电超净产品下游客户情况.....	24
图 24: 天华新能医疗产品.....	24
表 1: 天华新能锂资源布局（截至 26 年 8 月）.....	5
表 2: 天华新能管理层.....	7
表 3: 2024-2030 年全球动力电池需求测算.....	10
表 4: 2024-2030 年全球储能电池需求测算.....	11
表 5: 2024-2030 年全球动力及储能电池需求测算.....	12
表 6: 2025-2030 年碳酸锂供给及增量测算（单位：万吨 LCE）.....	13
表 7: 2024-2030 年全球碳酸锂供需平衡表（单位：万吨 LCE）.....	13
表 8: 2023-2025 年天华新能锂盐产能、产量、产能利用率（万吨，%）.....	16
表 9: 天华新能锂矿资源情况.....	19
表 10: 天华新能锂资源预测.....	21
表 11: 天华新能固态材料相关进展（截至 26 年 8 月）.....	22
表 12: 固态电池出货量预测.....	22
表 13: 天华新能非氟离子交换膜 VS 全氟膜性能.....	23
表 14: 天华新能盈利预测.....	25
表 15: 天华新能可比公司估值表（截至 2026 年 9 月 23 日）.....	25

1. 天华新能：防静电领域起家，跨界转型为头部氢氧化锂供应商

1.1. 发展历程：防静电领域起家，跨界转型为头部氢氧化锂供应商

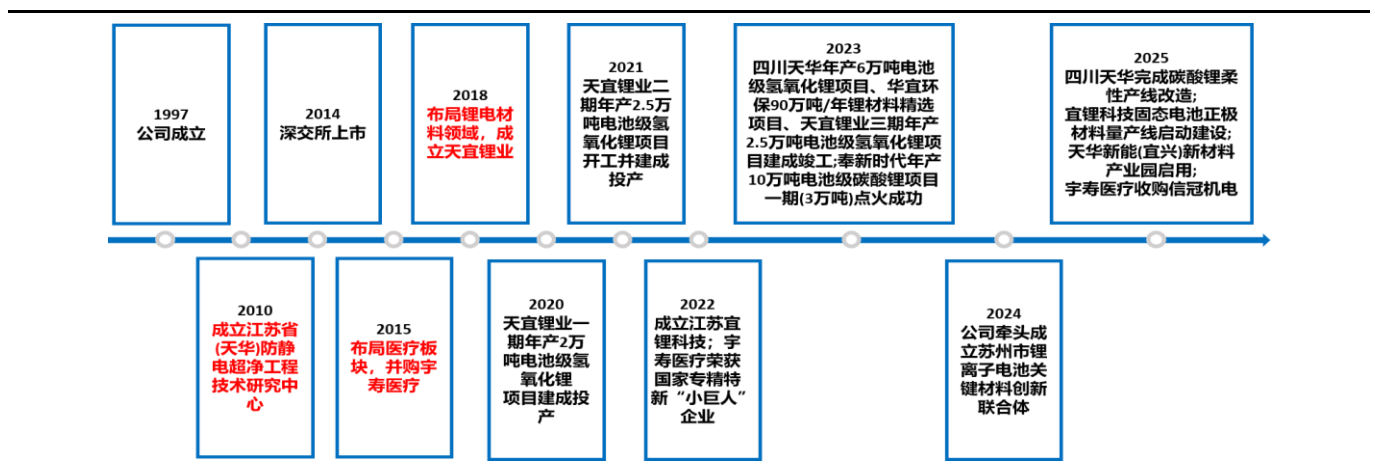
防静电领域起家，跨界转型为头部氢氧化锂供应商。天华新能成立于1997年，2014年在深圳证券交易所上市，经过近三十年的发展，在新能源锂电池材料、防静电超净技术、医疗器械等领域深入布局，致力于成为国际领先的创新型新能源科技企业。

公司最初从防静电领域起家，多年的深耕发展使公司积累了优质的客户资源、拥有先进的技术及生产工艺，成为众多全球知名电子制造厂商的核心供应商，至2014年深交所上市时，已成为国内防静电超净行业龙头。

2015年公司通过并购宇寿医疗进军医疗领域。2015年公司收购宇寿医疗100%股权，切入医疗器械赛道。宇寿的自动化生产流水线机械化程度在行业内靠前，产品通过多国认证，远销世界30多个国家和地区，已成为自毁型注射器行业内的佼佼者。2025年宇寿收购信冠机电，进一步推动医疗影像领域“耗材+设备”全产业链布局。

2018年公司成立天宜锂业，开始布局锂电材料领域。2018年公司与宁德时代签署《共同投资框架协议书》，在锂电材料领域展开合作，并且合资设立天宜锂业，标志着公司开始进军锂电材料领域。公司锂盐产能加速扩张，截至26年8月，四川宜宾/眉山基地合计拥有13.5万吨电池级氢氧化锂产能、宜春基地拥有3万吨电池级碳酸锂产能，公司预计眉山二期6万吨碳酸锂产能将于27Q1建成投产，公司已成为业内头部电池级锂盐供应商。

图1：天华新能发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

锂电材料成为公司主业，公司加速推动完整产业链布局。公司核心业务聚焦新能源锂电材料领域，通过整合上游锂矿资源及布局特殊领域固态电池前沿技术，公司逐步构建从原材料到正极材料的锂电产业完整产业链。公司的全球化锂矿布局已覆盖非洲、南美洲、大洋洲及亚洲四大洲多个核心锂资源富集地区，通过包销、参股、自建矿山、长

协等方式保证上游锂资源供应稳定性，预计锂矿自给率将持续提升。

同时，公司积极探索下一代电池技术发展方向，如固态电池体系、液流电池体系等，在高镍三元、钴酸锂、富锂锰基和尖晶石镍锰酸锂等正极材料领域均有布局，已建成从研发、中试、物化指标测试到全电池评价的平台。

表1：天华新能锂资源布局（截至 26 年 8 月）

资源获取方式	国家	时间	项目	资源量与产量	状态
参股/包销/自建矿山	津巴布韦	2022.3	Zulu项目（认购运营方Premier African Minerals13.38%的股权，获得50%产品的包销权）	公司预计26年10月重启，重启后前12个月爬坡2000吨/月（年化2.4万吨锂精矿）；12个月后4000吨/月（年化4.8万吨锂精矿）	维持采矿，选矿厂公司预计26年10月重启未开发，西南区股权争议推进谈判中
	刚果金	2021	Manono西南区（交割后拟获约30.5%股权）	资源量6.69亿吨原矿，品位1.64%	
	刚果金	2025	Tantale锂矿（持股37.1%）	一期勘探锂资源量原矿2500万吨，品位1.36%，储量折80万吨LCE	勘探
	尼日利亚	2024.7	Ogapa（穿透持股37.5%）	储量折40万吨LCE	在产
	尼日利亚	2025.2	Kebbi项目（独家承销，持股85%）	当期规划年产5万吨LCE，远期扩至年产10万吨LCE	在建
	中国	2024.11	金子峰锂矿（持股41%）	储量折420万吨LCE，规划原矿采矿规模900万吨/年	在建
长协	中国	2024.11	容须卡南锂矿	正在推进勘探工作	勘探
			与Pilgangoora、AMG、AVZ、环球锂业等签订长协		

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司深耕锂电材料、防静电超净技术产品与医疗器械产品三大业务领域。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、储能等领域。公司建设有三大锂盐生产基地，分别位于四川省宜宾市、眉山市以及江西省宜春市，规划远期总产能达 25.5 万吨。防静电超净技术产品主要应用于工业生产过程中，通过防护和控制静电与微污染，为半导体、新型显示、硬盘存储等电子制造、新能源及生物医药产业的高端制造业研发和生产提供基础保障，确保产品的可靠性和良品率。医疗器械产品包括高压注射器、一次性注射器、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，并且持续扩展医疗影像设备等领域。

图2：天华新能主营业务



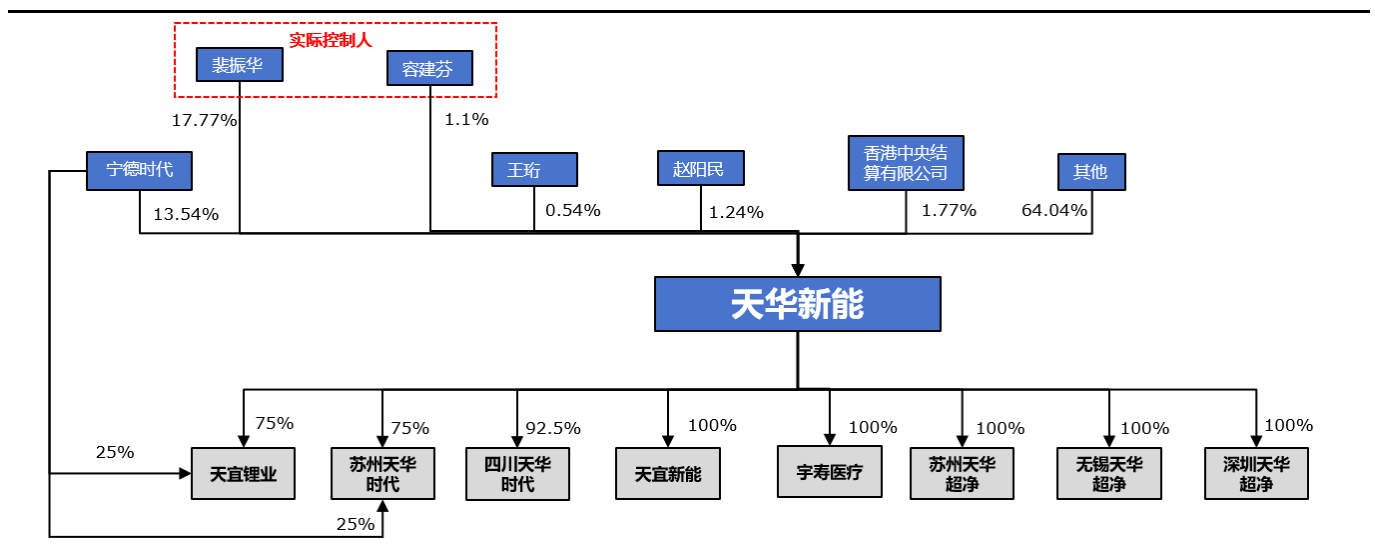
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验深厚

股权结构清晰稳定，实际控制人裴振华和容建芬夫妇合计控股 18.87%，与大客户宁德时代绑定。截至 2026H1，公司实际控制人为裴振华和容建芬夫妇，分别持有 17.77% 与 1.1%，合计控股 18.87%，股权结构整体清晰稳定。此外，公司大客户宁德时代战略入股，持有公司股份 13.54%，同时宁德时代还持有子公司天宜锂业与苏州天华时代各 25% 的股份，在股权与业务上与公司深度绑定。

公司三大业务包括锂电材料、防静电超净技术产品与医疗器械产品。公司全资控股子公司天华超净主营防静电超净技术产品，其中苏州天华超净为核心主体和研发生产基地、无锡天华超净为制造基地、深圳天华超净为华南地区销售平台；全资控股子公司宇寿医疗主营医疗器械产品；子公司天宜锂业、天华时代等主营锂电材料业务，实现产业多元化布局。

图3：天华新能股权结构（截至 2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理层具备丰富的管理经验。公司董事长裴振华是毕业于中欧国际工商学院的工商管理硕士，自 1997 年 11 月创建天华新能起一直担任董事长一职，长期主导公司战略方向，管理经验深厚。总裁刘德广曾任天马微电子集团副总裁、康得新复合材料集团事业群常务副总裁、维信诺科技股份有限公司集团副总裁等职，同样有丰富的管理经验。财务总监原超曾任齐齐哈尔北钢集团公司成本主管，中国第一重型机械股份公司成本科长、副部长及控股子公司一重集团苏州重工有限公司财务总监，江阴恒扬新型建材有限公司财务总监等职，有深厚的财务履历。董事廖乃锋曾任宁德时代新能源科技股份有限公司采购经理职务，现任常州锂源新能源科技有限公司董事、山东巨元新材料股份有限公司董事及宁德时代新能源科技股份有限公司电芯材料采购部副部长职务，从业经验丰富。

表2: 天华新能管理层

姓名	职位	背景
裴振华	董事长	工商管理硕士。曾就职于江苏省纺织研究所，先后在针织研究室、新产品经营部工作。1997年11月创办苏州天华新能源科技股份有限公司，1997年11月至2018年4月任苏州天华新能源科技股份有限公司董事长兼总裁，2018年4月至今任苏州天华新能源科技股份有限公司董事长
刘德广	总裁	本科学历、工学学士学位。曾任天马微电子集团副总裁、康得新复合材料集团事业群常务副总裁、维信诺科技股份有限公司集团副总裁。2023年3月至今在苏州天华新能源科技股份有限公司工作，现任苏州天华新能源科技股份有限公司总裁
原超	财务总监	本科学历，注册会计师、高级会计师。曾任齐齐哈尔北钢集团公司成本主管，中国第一重型机械股份公司成本科长、副部长及控股子公司一重集团苏州重工有限公司财务总监，江阴恒扬新型建材有限公司财务总监等职。2017年9月加入苏州天华新能源科技股份有限公司，担任苏州天华新能源科技股份有限公司财务总监
廖乃锋	董事	工商管理硕士学位。曾任宁德时代新能源科技股份有限公司采购经理职务；现任常州锂源新能源科技有限公司董事、山东亘元新材料股份有限公司董事及宁德时代新能源科技股份有限公司电芯材料采购部副部长职务

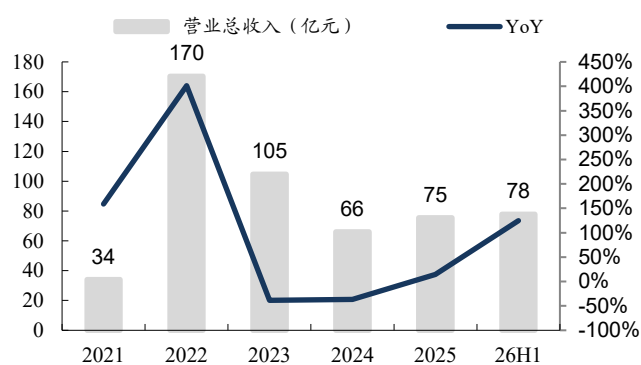
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 财务情况：锂价重回上行周期，盈利弹性可期

公司营收随锂价周期波动。2021-2025年，公司营业收入CAGR达22%。2021-2022上一轮锂价周期，公司受益于锂价上行与锂盐需求提升，营收与归母净利润高增，2021年营收34亿元，同增159%，归母净利润9亿元，同增218%；2022年营收170亿元，同增401%，归母净利润66亿元，同增623%。2023-2024行业盲目扩产，锂盐供需转向过剩，价格大幅下跌，2024年公司营收下跌至66亿元，归母净利润下跌至8.34亿元。

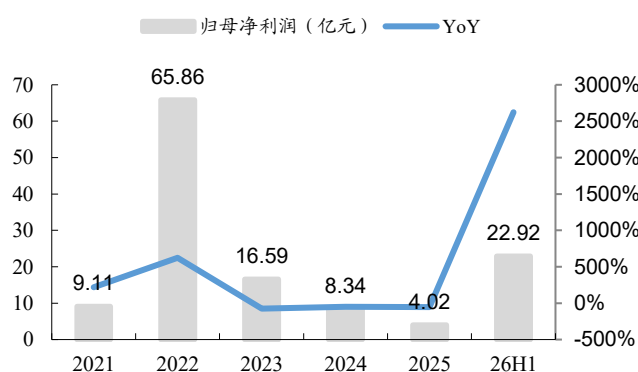
受益于锂盐需求回暖，26H1公司业绩拐点已现。2025年随着供给端持续扰动、储能需求爆发叠加单车带电量提升，锂盐供需重新转向紧平衡，锂价进入新一轮上行周期，锂盐出货量提升，因此公司营收实现回升，但由于锂矿自给率较低，利润修复较慢。2025年公司实现营业收入75.5亿元，同比+14%；实现归母净利润4亿元，同比-52%。26H1基本面进一步改善，公司业绩迎来拐点，实现营收77.8亿元，同比+125%；归母净利润22.9亿元，同比+2623%。展望后续，新一轮锂价周期下，随着公司持续布局自有锂资源，叠加锂盐量价齐升，公司盈利弹性可期。

图4: 2021-2026H1 营收及增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

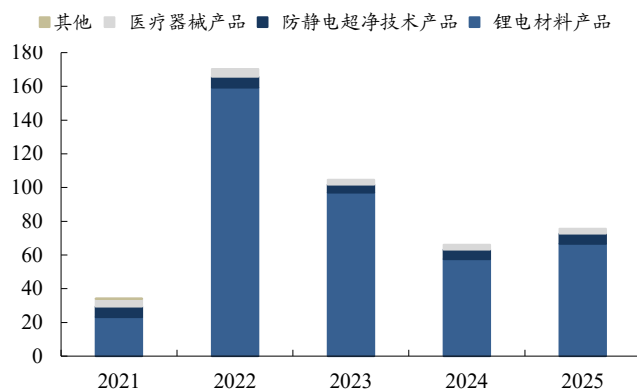
图5: 2021-2026H1 归母净利润及增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

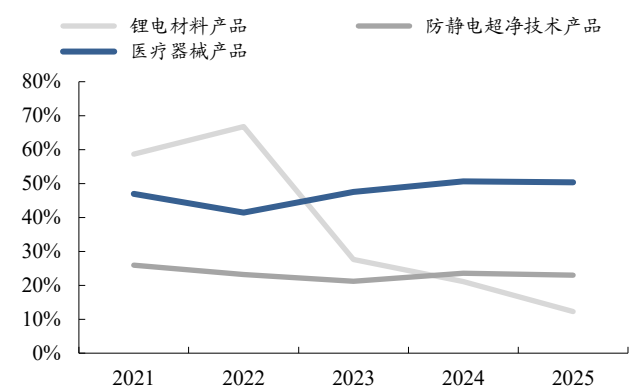
锂电材料产品为业绩核心支柱，量利齐升驱动盈利弹性释放。分产品看，锂电材料产品为公司绝对主业，2025 年营收达 66.67 亿元，同比+16%，21-25 年 CAGR 达 30%，营收占比自 2022 年以后长期维持在九成左右，2025 年营收占比 88.3%。毛利率方面，锂电材料毛利率受锂价周期性波动影响较大，在 2021-2022 的上行周期，毛利率可达 58.7%/66.8%；2023-2025 年由于锂价下行，锂电材料产品毛利率降至 2025 年的 12.3%。此外，公司产品还包括防静电超净技术产品与医疗器械产品，2025 年营收分别为 6.06/2.75 亿元，营收占比分别为 8%/3.6%。防静电超净技术产品与医疗器械产品毛利率相对稳定，2021-2025 年分别维持在 21%-24%与 41%-51%区间。

图6：2021-2025 年公司分产品营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2021-2025 年公司分产品毛利率（%）

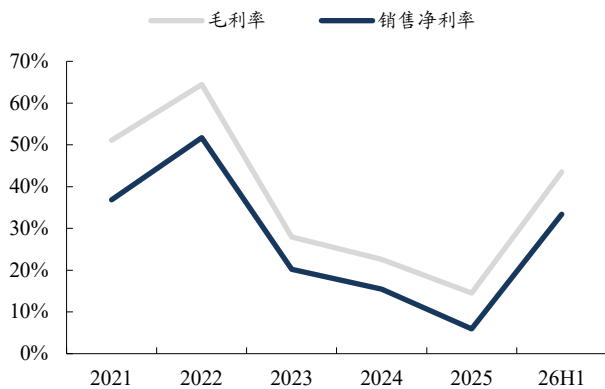


数据来源：Wind，东吴证券研究所

锂价触底回升，盈利水平持续修复。锂电材料是公司主营业务，其盈利水平受到锂价周期波动的较大影响。2021-2022 年，受益于锂价上行，公司毛利率由 51.1%持续上升至 64.4%，销售净利率由 37%持续上升至 52%；随着 2023-2024 年锂价进入下行周期，公司毛利率回落至 2024 年的 22.6%，销售净利率回落至 2024 年的 15%；2025 年下半年随着供给侧扰动与储能需求爆发，锂价进入全新上行周期，但成本传导需要时间，叠加公司锂矿自给率较低，难以对冲上游锂矿成本，因此公司 2025 年毛利率下滑至 14.5%，销售净利率下滑至 6%。26H1 受益于低价长协锂矿压低成本，叠加锂盐价格提升，公司毛利率修复至 43.5%，销售净利率恢复至 33.4%，盈利修复趋势明确。

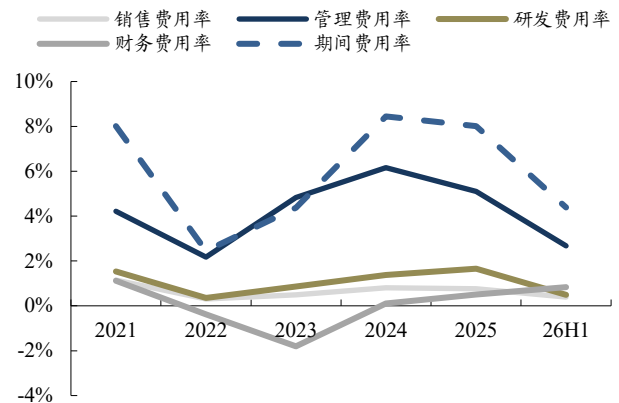
公司管理费用占比较高，相对稳定，26H1 整体费用率明显改善。2021-2025 年，公司期间费用率呈现 V 型变动，在 2022 年达到最低的 2.4%，2024 年达到峰值的 8.4%，2025 年较 24 年回落 0.4pct 至 8%，26H1 公司期间费用率降至 4.4%，明显改善。其中，公司管理费用率占比较高，且长期稳定，从 2021 年的 4.2%升至 2025 年的 5.1%，26H1 回落至 2.7%。2021-2025 年公司研发费用率从 1.5%升至 1.7%，26H1 回落至 0.5%。公司销售费用率从 2021 年的 1.1%降至 2025 年的 0.8%，26H1 进一步降至 0.4%。公司财务费用率从 2021 年的 1.1%降至 2025 年的 0.5%，26H1 小幅回升至 0.8%。

图8：2021-2026H1 公司毛利率与销售净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2021-2026H1 公司期间费用率（%）

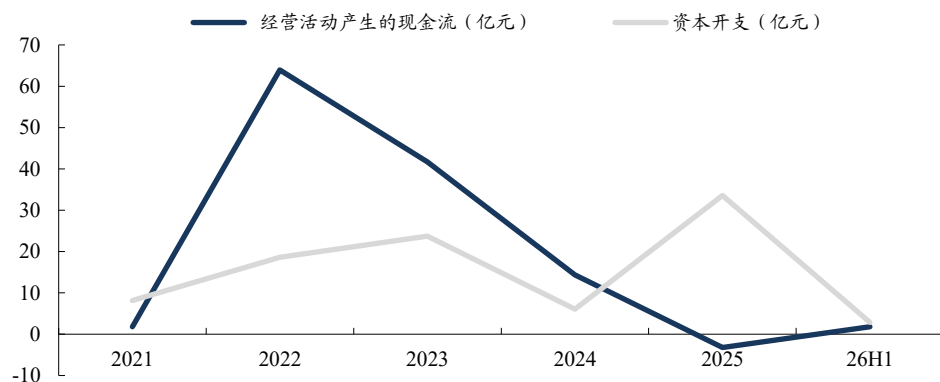


数据来源：Wind，东吴证券研究所

锂精矿采购/锁矿支出激增，现金流短期承压。公司 2025 年经营活动现金流由正转负，从 2024 年的 14.36 亿元降至 2025 年的-3.22 亿元，主要由于锂盐行业“先付原料、延后回款”的商业模式持续占用经营性现金，随着 25 年以来锂价回升，公司锂精矿采购/锁矿支出激增，且下游锂盐价格传导较慢导致现金流短期承压。26Q1 为原料备货周期，现金流持续承压态势不变，Q2 预付款投放节奏放缓、锂盐销售回款集中回流、应付占款提升，实现现金流转正，26H1 经营活动现金流整体转正为 1.78 亿元，我们预计后续随着公司锂资源自给率提升而进一步好转。

持续推动锂资源布局与锂盐扩产，资本开支 25 年达到峰值。公司 2025 年资本开支达到近 5 年峰值，约 33.57 亿元，同比+452%，26H1 资本开支降至 2.87 亿元。25 年资本开支大增主要来自新一轮锂价周期下公司提升锂资源自给率的行动，如子公司宜春盛源以 25.1 亿元竞得江西金子峰—左家里矿区采矿权，导致 25 年无形资产摊销大增。26H1 资本开支大幅回落，后续开支主体从一次性的矿权获取转向资源开发与工程建设，以及四川眉山二期项目等锂盐产能扩张需求，我们预计公司全年仍维持较高投入，助力锂电材料业务扩张。

图10：2021-2026H1 经营活动现金流及资本开支（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 锂行业：动储需求维持强势，27 年价格中枢预计 12-15 万元/吨

2.1. 需求端：动储产销两旺，26 年我们预计全球碳酸锂需求同增 31%至 210 万吨

国内市场：国内市场商用车+单车带电量超我们预期。2026 年 1-6 月国内新能源车单车带电量平均达 66kwh，同比提升 29%，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 53.7kwh，其中纯电乘用车单车带电量 62.1kwh；插电 36.7kwh。因此，我们预计 2026 年国内总体电动乘用车电池装机需求 644GWh。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 31%至 97 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 201GWh，同比+47%。

海外市场：海外电动车表现亮眼，欧洲与新兴国家保持强劲增长。尽管美国新车型延期以及 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 1-6 月欧洲市场新能源车销量 227.6 万辆，同比+27.4%。在政策延续、供给放量与旺季需求共振下，我们预计欧洲 26 年销量 518 万辆，同比+35%；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 1-6 月其他新兴国家新能源车销量 128 万辆，同比+85%。我们预计欧美以外的其他海外国家 26 年电动车销量 290 万辆，同比+80%。整体上，我们预计 26 年海外新能源乘用车销量达 934 万辆，同比+31%，对应动力电池需求 547GWh，同比+32%。

整体来看，我们预计 26 年全球新能源车销量 2245 万辆，同比+6%，动力电池需求 1733GWh，同比+21.5%。看 27 年，随着国内销量回暖+海外需求持续，我们预计新能源车销量 2550 万辆，同比+14%，动力电池需求 2039GWh，同比+17.7%。

表3：2024-2030 年全球动力电池需求测算

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球新能源车销量 (万辆)	1,723	2,110	2,245	2,550	2,869	3,266	3,739
YoY	29%	22%	6%	14%	13%	14%	14%
全球汽车销量 (万辆)	8,113	8,362	8,043	8,205	8,371	8,542	8,718
-全球电动化率	21.2%	25.2%	27.9%	31.1%	34.3%	38.2%	42.9%
全球动力电池装机需求 (gwh)	870	1,169	1,420	1,671	1,920	2,224	2,589
YoY	22%	34%	21.5%	17.7%	14.9%	15.8%	16.4%
-全球平均单车带电量 (kwh)	50.5	55.4	63.3	65.5	66.9	68.1	69.2
国内动力类电池 (gwh)	534	736	846	945	1,013	1,093	1,178
海外动力类电池 (gwh)	326	413	547	695	867	1,081	1,347
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,062	1,426	1,733	2,039	2,342	2,713	3,159
YoY	22%	34%	21.5%	17.7%	14.9%	15.8%	16.4%

数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所测算

26 年我们预计全球储能需求同增 73%至 1111GWh，27 年我们预计同增 42%。26 年 1-6 月储能电池产量超预期，我们预计 26 年全球储能需求 1111GWh，同增 73%；看 27 年，考虑当前储能渗透率较低，且国内大储项目储备充裕、招标量持续超我们预期，叠加 AI 数据中心配储等新增需求；美国虽受关税与政策扰动，但电网侧刚性需求与本土产能落地仍具向上弹性，全球储能在大储、工商储与新兴市场多线驱动下，景气度有望持续超预期。我们预计 2027 年全球储能出货仍可维持 42%增长，至 1572GWh；我们预计至 2030 年全球储能出货达 2800GWh+。

表4：2024-2030 年全球储能电池需求测算

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	211.9	362.2	588.2	867.3	1122.2	1364.2	1644.2
-储能装机增速	67%	71%	62%	47%	29%	22%	21%
-放大比例	155%	177%	189%	181%	177%	173%	171%
全球储能出货量 (Gwh)	329	643	1,111	1,572	1,981	2,358	2,806
-储能出货增速	61%	95%	73%	42%	26%	19%	19%
其中储能出货量：分区域							
美国 (Gwh)	88	128	167	204	256	332	432
-增速	49%	46%	30%	22%	25%	29%	30%
-占比	27%	20%	15%	13%	13%	14%	15%
中国 (Gwh)	144	286	427	568	653	693	730
-增速	86%	98%	49%	33%	15%	6%	5%
-占比	44%	44%	38%	36%	33%	29%	26%
欧洲 (Gwh)	44	94	190	285	392	478	574
-增速	39%	116%	101%	50%	38%	22%	20%
-占比	13%	15%	17%	18%	20%	20%	20%
其他地区 (Gwh)	53	134	327	515	681	855	1,069
-增速	46%	153%	144%	57%	32%	26%	25%
-占比	16%	21%	29%	33%	34%	36%	38%

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

综合来看，我们测算 26 年全球锂电池总需求同增 34%达 2998GWh，对应 26 年全球碳酸锂总需求同增 31%达 210 万吨。其中，26 年全球动力电池实际需求我们预计为 1733GWh，同比+21.5%；26 年全球储能电池出货量我们预计 1111GWh，同比+73%。按电池类型、电池材料锂用量测算，我们预计 2026 年全球碳酸锂总需求达 210 万吨，同比+31%，其中锂电池领域贡献 194 万吨，其他领域贡献 16.3 万吨。

表5：2024-2030 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)	1,062	1,426	1,733	2,039	2,342	2,713	3,159
YoY	22%	34%	21.5%	17.7%	14.9%	15.8%	16.4%
全球消费类电池合计 (gwh)	144	162	154	162	170	178	187
国内消费类电池 (gwh)	78	90	86	90	95	99	104
海外消费类电池 (gwh)	65	72	68	72	75	79	83
全球储能电池合计 (gwh)	329	643	1,111	1,572	1,981	2,358	2,806
YoY	61%	83%	73%	42%	26%	19%	19%
国内储能电池 (gwh)	144	286	427	568	653	693	730
海外储能电池 (gwh)	185	357	684	1,004	1,329	1,665	2,076
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,390	2,069	2,844	3,611	4,324	5,071	5,964
YoY	29%	49%	37%	27%	20%	17%	18%
全球锂电池合计 (gwh)	1,534	2,231	2,998	3,773	4,494	5,249	6,152
YoY	27%	45%	34.4%	25.9%	19.1%	16.8%	17.2%
全球电池用碳酸锂实际需求 (gwh)	102	145	194	243	287	333	387
其他领域碳酸锂用量合计 (万吨)	14.77	15.51	16.29	16.78	17.28	17.80	18.33
全球碳酸锂需求合计 (万吨 LCE)	116.30	160.24	209.82	259.76	304.65	350.50	404.91
-增速	25%	38%	31%	24%	17%	15%	16%

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

2.2. 供给端：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 211.1 万吨，新增 40.2 万吨，增量主要来自非矿、澳矿、海外盐湖及国内盐湖。其中，非矿贡献最大增量 10.5 万吨，主要源于中企产能打满及 Manono、Sandawana 等矿山爬坡；澳矿新增 6 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；国内锂辉石矿山新增 4.3 万吨，包括枳下窝复产、新疆红柳滩、党坝、加达、湘源矿等；海外盐湖新增 9.6 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。

中性情况下：26 年全球锂矿供给 211 万吨，新增 40 万吨。由于江西枳下窝复产低于我们预期，26 年总体供给较我们原先预期减少 5 万吨，中性情况下，我们预计 26 年全球锂矿供给 211 万吨，新增 40 万吨。27 年，若江西矿正常生产、津巴矿出口正常，我们预计供给 263 万吨，新增 52 万吨；28 年，我们预计供给 319 万吨，新增 56 万吨。但由于海外矿山政策不确定因素影响，实际供给或低于预期。

表6：2025-2030 年碳酸锂供给及增量测算（单位：万吨 LCE）

产量	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	16.8	15.1	27.0	39.7	48.6	50.6
国内供给合计	41.3	52.4	72.8	97.6	122.1	128.5
海外盐湖	43.5	53.1	56.4	64.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	53.5	61.1	67.7	69.6	72.3
非洲辉石矿	23.7	34.2	51.3	64.9	72.8	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	147.0	176.4	204.5	223.1	235.0
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
供给合计	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4	387.8
当年供给增量	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	3.8	-1.7	11.9	12.7	8.9	2.0
国内供给增量合计	10.7	11.0	20.4	24.8	24.5	6.5
海外盐湖	6.8	9.6	3.3	7.8	7.0	4.0
澳洲辉石矿	5.6	6.0	7.5	6.6	1.9	2.7
非洲辉石矿	11.2	10.5	17.1	13.6	7.9	2.5
美洲辉石矿	-0.6	0.4	1.4	0.1	1.8	2.7
海外供给增量合计	23.1	26.5	29.3	28.2	18.6	11.9
锂回收	2.2	2.7	2.3	2.8	3.4	4.0
当年供给增量合计	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4	22.4

数据来源：各锂矿公司官网，东吴证券研究所测算

2.3. 价格判断：26-27 年供给维持紧缺，我们预计锂价中枢 12-15 万元/吨

碳酸锂 26 年供给偏紧，27 年若江西、津巴供给正常，我们预计完全紧平衡。2026 年碳酸锂我们预计过剩 1 万吨；2027 年我们预计过剩 3 万吨，过剩比例为 1%，总体供给偏紧。且海外矿山、盐湖存在政策不确定性风险，或导致实际产量低于预期，加剧供给紧张。26-27 年碳酸锂供给紧缺较为确定，或将延续至 28H1。

表7：2024-2030 年全球碳酸锂供需平衡表（单位：万吨 LCE）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球锂有效供给	134.9	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4	387.8
有效供给-新增	24.6	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4	22.4
全球锂需求	116.3	160.2	209.8	259.8	304.7	350.5	404.9
需求-新增	23.1	43.9	49.6	49.9	44.9	45.9	54.4
过剩	18.6	10.7	1.3	3.4	14.3	14.9	-17.2

数据来源：各锂矿公司官网，东吴证券研究所测算

储能大电芯化降本，提升碳酸锂价格接受能力。随着储能电芯规格向 500Ah、600Ah 等大尺寸快速迭代，行业规模效应与制造效率显著提升，大电芯降本约 10%，对应单 Wh 成本下降约 4 分，有效抬升储能业主对碳酸锂涨价的承受能力。从 IRR 传导量化看，碳酸锂价格每涨 1 万元/吨，对应铁锂电芯成本增加 0.6 分/Wh；碳酸锂从底部 6 万元/吨上涨至 26H1 的 15 万元/吨，叠加其他材料小幅上涨，电池成本上涨约 7 分/Wh（不含税），按 12%电芯毛利率，对应电芯售价约 0.38 元/Wh，较碳酸锂价格 6 万元/吨时上涨 0.05 元/Wh。电池价格每涨 2 分/Wh，国内储能项目 IRR 下降约 1pct，2026 年国内储能项目平均收益率约 8-10%。

综合判断，12 万元/吨时产业链上中下游均可获得合理利润，储能业主和系统集成商均可接受；15 万元/吨是分界点，国内中等偏下项目收益率开始受影响；超过 20 万元/吨，较大比例项目延期。

结合短期供给端变化，视下窝 26 年 7 月已复产，藏格麻米措 5 万吨我们预计 26 年 8 月投产，此外我们预计津巴矿 8 月密集到港，供给边际增加。我们预计碳酸锂价格中枢为 12-15 万元/吨，下游需求尚可接受，不排除旺季价格突破合理价格中枢。

图11：碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算

		电芯企业毛利率			
		8%	10%	12%	15%
碳酸锂价格（万元/吨）	6	0.32	0.32	0.33	0.34
	7	0.32	0.33	0.34	0.34
	8	0.33	0.34	0.34	0.35
	9	0.34	0.34	0.35	0.36
	10	0.34	0.35	0.35	0.36
	11	0.35	0.35	0.36	0.37
	12	0.35	0.36	0.37	0.38
	13	0.36	0.37	0.37	0.38
	14	0.36	0.37	0.38	0.39
	15	0.37	0.38	0.38	0.39
	16	0.38	0.38	0.39	0.40
	17	0.38	0.39	0.40	0.41
	18	0.39	0.39	0.40	0.41
	19	0.39	0.40	0.41	0.42
	20	0.40	0.41	0.41	0.42
	21	0.40	0.41	0.42	0.43
	22	0.41	0.42	0.43	0.44
	23	0.42	0.42	0.43	0.44

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图12：电芯价格与储能电站年运行天数对于储能 irr 弹性测算（甘肃为例）

储能电站irr		储能电站年运行天数						
		270	280	290	300	310	320	330
电芯价格（元/wh）	0.26	9.4%	10.3%	11.2%	12.1%	13.0%	13.8%	14.7%
	0.27	8.7%	9.6%	10.5%	11.4%	12.2%	13.1%	13.9%
	0.28	8.1%	8.9%	9.8%	10.6%	11.5%	12.3%	13.2%
	0.29	7.4%	8.3%	9.1%	10.0%	10.8%	11.6%	12.4%
	0.3	6.8%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%
	0.31	6.2%	7.0%	7.9%	8.7%	9.5%	10.3%	11.0%
	0.32	5.7%	6.5%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.4%
	0.33	5.1%	5.9%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.8%
	0.34	4.6%	5.4%	6.1%	6.9%	7.7%	8.4%	9.2%
	0.35	4.1%	4.8%	5.6%	6.4%	7.1%	7.9%	8.6%
	0.36	3.6%	4.3%	5.1%	5.8%	6.6%	7.3%	8.0%
	0.37	3.1%	3.9%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.5%
	0.38	2.6%	3.4%	4.1%	4.9%	5.6%	6.3%	7.0%
	0.39	2.2%	2.9%	3.7%	4.4%	5.1%	5.8%	6.5%
	0.4	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%	4.6%	5.3%	6.0%
	0.41	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.42	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.43	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.44	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

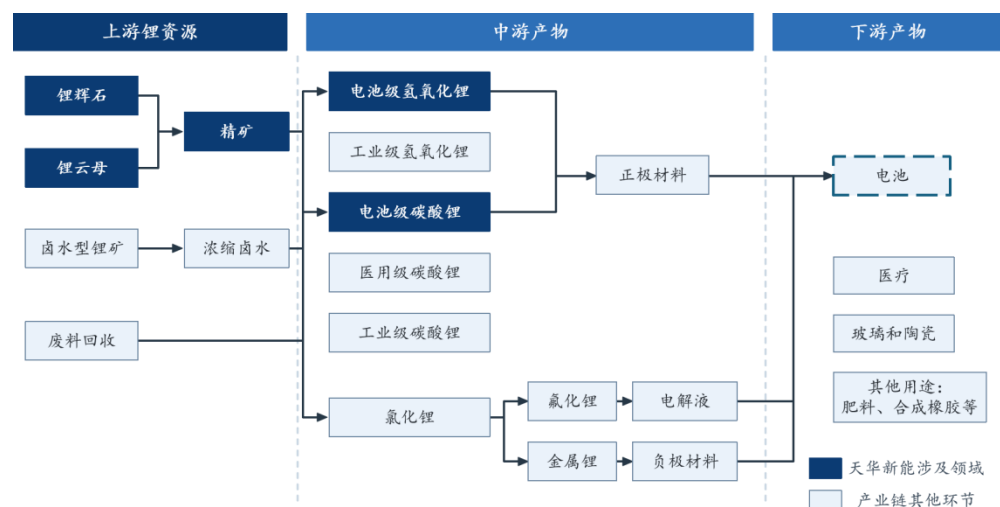
3. 锂盐主业量利齐升，固态材料有望打开第二成长曲线

3.1. 锂业：资源冶炼一体化，盈利韧性提升

3.1.1. 商业模式：由单一冶炼加工向“加工+资源”协同演进

由单一冶炼加工向加工与资源协同演进，盈利韧性提升。公司锂盐业务以冶炼销售为核心，兼具来料加工和自主组织原料两类模式：来料加工模式下，客户提供锂原料，公司依托冶炼产能获取加工费；自主组织原料模式下，公司通过长协采购、自有及权益资源等方式保障原料供应，自主完成锂盐冶炼与销售，盈利水平取决于锂盐售价与综合原料成本之间的价差。在外采锂精矿为主的模式下，锂价上行时，原料价格上涨带来的资源端收益主要由矿端获取，公司难以充分分享锂价上涨的收益；锂价下行时，高价原料库存及成本传导滞后又可能压缩单吨盈利。公司通过布局自有及权益锂资源，逐步提升原料保障和成本控制能力，降低外采原料价格波动及成本传导滞后对盈利的影响，逐步由单一冶炼加工向加工与资源协同演进，在增强盈利稳定性的同时保留对锂价上行的受益能力，有望提升穿越锂周期的能力。

图13：天华新能锂业务所涉及领域

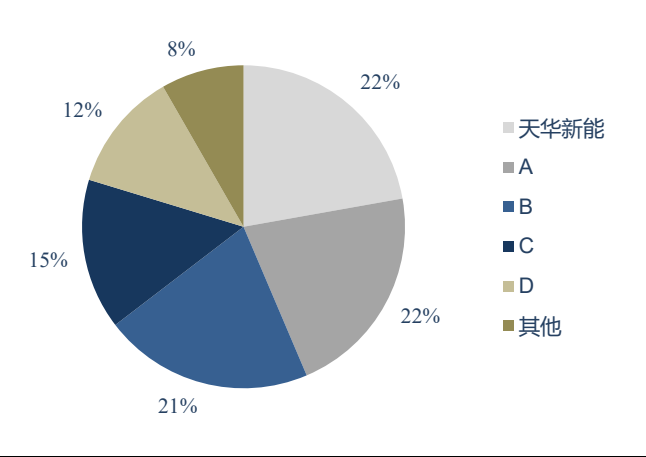


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 冶炼端：氢氧化锂底盘稳固，眉山二期打开碳酸锂增量

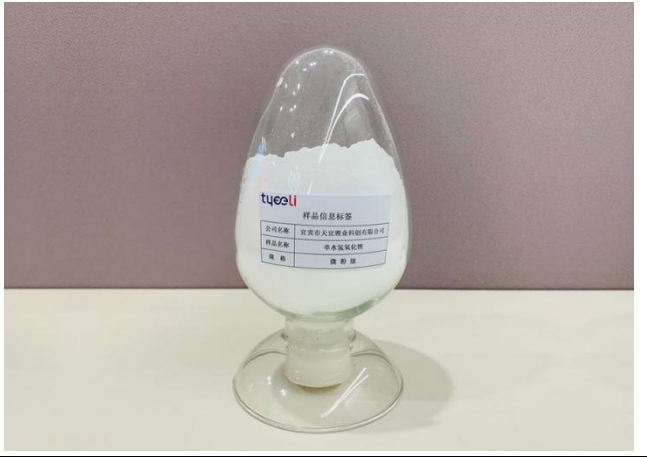
国内电池级氢氧化锂龙头，关键杂质与粒径控制行业领先。公司是国内电池级氢氧化锂龙头，据弗若斯特沙利文，按2025年收入计，公司电池级氢氧化锂国内市占率22.2%、位居中国第一，全球市占率13.4%、位居全球第三。公司氢氧化锂产品主要用于三元正极材料，尤其适配高镍体系，其中K等杂质控制在0.001%以内，磁性物质含量控制在10ppb以内，微粉级产品D50覆盖6-18 μ m，产品的纯度、磁性异物控制和粒径一致性优异。杂质及磁性异物控制有助于保障电池安全与一致性，粒径控制则有利于正极材料混合、烧结及批次稳定，构成公司进入头部电池及正极客户供应体系的重要基础。

图14：2025 年天华新能氢氧化锂市场份额（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：天华新能氢氧化锂产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

三大基地协同布局，眉山二期打开碳酸锂增量。截至2026年7月，公司现有锂盐综合产能16.5万吨，其中电池级氢氧化锂13.5万吨、占比约82%：宜宾天宜锂业7.5万吨氢氧化锂，宜春奉新时代3万吨碳酸锂（以代工为主），眉山天华6万吨氢氧化锂，可根据高镍三元与磷酸铁锂需求变化，切换至约5.3万吨碳酸锂产能。在柔性调整现有产品结构的基础上，公司进一步推进眉山二期项目，规划建设6万吨电池级碳酸锂产线，公司预计于2027年3月底建成，建成后锂盐产能将达22.5万吨；远期公司锂盐产能规划25-26万吨。2025年公司电池级氢氧化锂出货量5.9万吨、电池级碳酸锂出货量4.7万吨，随着下游需求回暖及眉山二期逐步投产，我们预计2026年产能利用率与出货中枢有望同步上行。

表8：2023-2025 年天华新能锂盐产能、产量、产能利用率（万吨，%）

生产基地	产品	2023			2024			2025		
		产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
宜宾	电池级氢氧化锂	5.0	4.8	96%	5.0	5.0	99%	7.5	4.8	64%
眉山	电池级氢氧化锂	2.3	1.8	81%	5.5	4.5	79%	1.8	1.1	89%
	电池级碳酸锂	/	/		0.4	0.3		3.8	3.7	
宜春	电池级碳酸锂	0.5	0.1	26%	3.0	0.8	28%	3.0	1.0	33%

数据来源：天华新能公司公告，东吴证券研究所

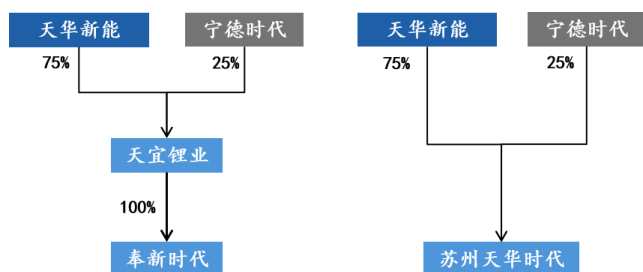
3.1.3. 深度绑定宁德时代，锂盐经营可见度显著提升

股权绑定层层深化，资源与产能协同持续强化。公司通过子公司布局与宁德时代形成深度捆绑：2018年设立天宜锂业，截至26年8月天华新能、宁德时代分别持股75%、25%，主营电池级氢氧化锂、碳酸锂等锂电材料，连接公司锂盐产能与宁德时代下游需求；2021年成立的苏州天华时代聚焦海外锂矿资源投资与开发，天华新能于2025年10月完成对其75%股权的收购。前者强化锂盐制造与客户协同，后者补足上游资源保障；

叠加 2025 年 11 月宁德时代以 26.35 亿元受让天华新能 12.95% 股份，持股 13.54% 成为第二大股东，双方绑定已由单一项目合资升级为资源、产能与资本多维协同，公司资源获取与产能消化能力有望持续增强。

2026 年关联交易扩容，提升锂盐经营可见度。2025 年公司与宁德时代及其子公司实际发生关联交易 17.3 亿元，其中销售产品 13.5 亿元、代加工 3.9 亿元；2026 年公司预计关联交易额度升至 31 亿元，其中销售产品 20 亿元、代加工 11 亿元，较 2025 年实际额分别增长 48%、183%。宁德时代的绑定有望增加公司产品销量、提升产能利用率；伴随关联交易预计额度持续扩容，公司锂盐业务的经营可见度及锂价上行阶段的业绩兑现能力有望同步提升。

图 16：天华新能与宁德时代合作项目股权架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17：与宁德时代及其子公司关联交易情况(亿元, %)

年份	直销	代加工	总计	占营业收入比例
2024	11.8	0.7	12.5	19%
2025	13.5	3.9	17.3	23%
2026E	20.0	11.0	31.0	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Manono 项目锁定全球级上游锂矿资源，合资平台进一步深化与宁德时代资源端绑定。截至 26 年 8 月，刚果（金）Manono 锂矿是全球已探明储量最大、品位最高的硬岩锂矿床之一，总资源量超 8 亿吨，平均氧化锂品位约 1.63%，折合碳酸锂当量约 3380 万吨。公司通过控股子公司苏州天华时代（天华新能、宁德时代分别持股 75%、25%）持有该项目权益，根据交易执行协议，交割后苏州天华时代将拥有 Manono 约 30.5% 权益，并承担项目全生命周期内的锂精矿承购安排。Manono 历经多轮股权纠纷，2023 年刚果（金）政府撤销原采矿证并将矿区一分为二：东北部已由紫金矿业主导开发，选矿厂于 2026 年 5 月投产并实现首批锂精矿出口；西南部（苏州天华时代权益所在区域）采矿证仍处撤销状态，权益归属尚在国际仲裁中，美国 KoBold Metals 亦于 2025 年介入拟收购原控股方相关权益。若后续仲裁取得进展并完成交割，有望为公司提供规模化、低成本的海外锂精矿供给，进一步强化与宁德时代在资源端的价值绑定。

图18: Manono 项目基本情况

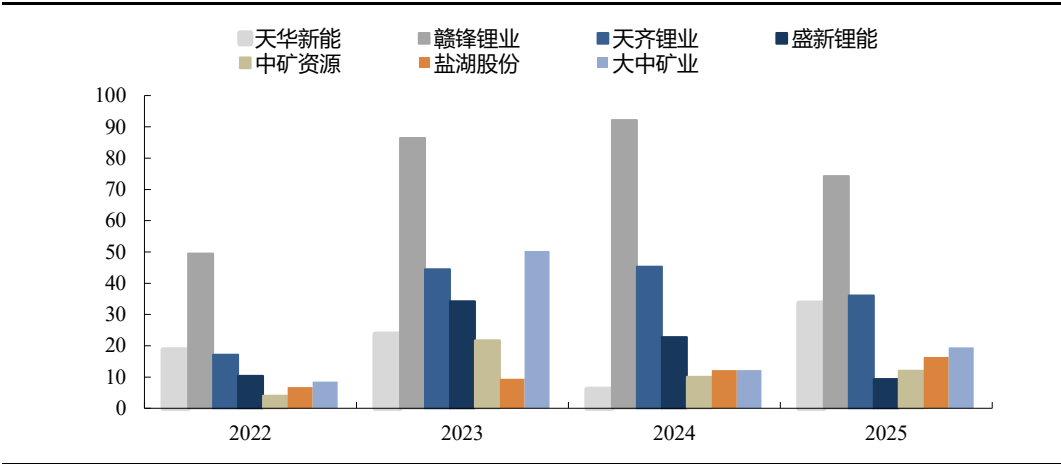
Manono 锂矿项目		
	东北区	西南区
矿石资源量 (亿吨)	1.73	6.69
平均品位 Li ₂ O	1.50%	1.64%
折合 LCE (万吨)	约 647	约 2733
占总资源量比例	约 19%	约 81%
控股方 / 权益方	紫金矿业 (54.9%)	苏州天华时代拟获 30.5%
合资架构	金祥锂业 54.9%+COMINIERE 35.1%+刚果政府 10%	苏州天华时代 (天华新能 75%+宁德时代 25%)
采矿证状态	已获采矿证 (2024.9)	采矿证撤销 (2023.1), ICSID 仲裁中
开发进展	选矿厂 2026.5 投产, 6 月首批锂精矿出口中国	未开发, 权益归属待国际仲裁解决
产能规划	一期 500 万吨/年选矿, 年产锂精矿约 100 万吨, 折 SC6 约 12.5 万吨	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.4. 资源端: 尼日利亚矿为核心增长极, 多点开花推动自给率跃升

2025 年逆周期加码锂矿, 资源战略加速落地。根据 SMM, 2025 年电池级碳酸锂均价约 7.6 万元/吨, 同比下降 17%, 25 年 6 月一度跌破 6 万元/吨。在锂价低位、行业扩产趋于谨慎的背景下, 2025 年天华新能资本开支达 33.57 亿元, 同比大增 452%, 其中 25.10 亿元用于竞得金子峰-左家里矿区陶瓷土(含锂)矿采矿权, 占当年资本开支 75%。公司在锂价阶段性低位前置资源投入, 体现其对锂资源长期价值的判断, 有望夯实资源储备与原料保障能力, 为锂价回升阶段的利润弹性预留空间。

图19: 同业公司资本开支对比 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

全球化布局分散供应风险, 原料保障能力持续增强。在整体资源战略上, 公司通过自营、参股及包销等多种方式锁定上游资源, 形成覆盖亚洲、非洲、南美洲和大洋洲的资源网络, 并同时布局锂辉石、锂云母等不同资源类型。多区域、多矿种、多合作模式的组合, 使公司能够在国内矿山开发、海外项目放量与外部采购之间动态调配原料, 提

升锂盐产能扩张与资源供给的匹配度。随着自有及权益矿源占比提升，公司对单一矿区和第三方采购的依赖度下降，原料供应稳定性显著增强。

尼日利亚锂矿是核心增长极，权益资源加速兑现。截至 26 年 8 月，Ogapa 为公司唯一已贡献权益矿供应的矿山，资源量约 40 万吨 LCE，平均氧化锂品位约 1.3%，天华新能穿透持有 37.5%权益。尼日利亚是公司近两年最核心的资源成长极。公司通过组建专业团队，在当地投建了全套采选与初级精炼厂，随着 Ogapa 稳定出量及 Kebbi 项目的持续推进，公司海外锂精矿供应能力和资源自给率有望持续提升。

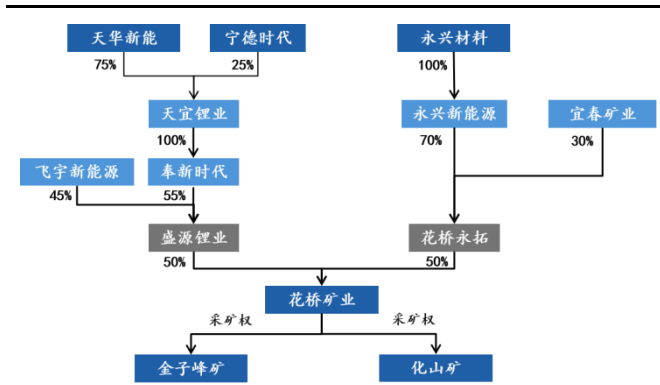
表9：天华新能锂矿资源情况

矿山/项目	国家或地区	权益或股权	资源类型	锂资源量/储量	氧化锂品位	当前状态
Ogapa 锂矿	尼日利亚	37.5%	锂辉石	0.4 百万吨 LCE	1.3%	已投产
Kebbi 州锂资源	尼日利亚	85%	锂辉石	/	/	勘探结束；规划建设矿山及选厂
金子峰-左家里矿区	中国江西	41%	锂云母/含锂陶瓷土	4.2 百万吨 LCE	0.3%	与化山矿整合中；规划 2027 年投产，满产方向约 4-5 万吨 LCE/年。
容须卡南锂矿	中国四川	93.3%	锂辉石	/	/	勘探中
Tantale 锂矿	刚果（金）	37.1%	锂辉石	0.8 百万吨 LCE	1.4%	一期勘探已完成
Manono 锂锡矿	刚果（金）	拟 30.5%	锂辉石/锂锡	总资源量超 8 亿吨	1.63%	存在股权争议，仍在谈判促成和解
Zulu 锂钽矿	津巴布韦	持有运营方 13.38%股权	锂辉石/钽	MRE 总矿石量约 3437 万吨	0.54%	公司预计选矿厂于 26 年 10 月重启

数据来源：天华新能公司公告，Premier，东吴证券研究所

金子峰夯实国内底盘，提升国内资源自主可控能力。金子峰—左家里矿区锂资源量约 420 万吨 LCE，平均氧化锂品位约 0.3%，采矿规模为 900 万吨/年；公司的子公司盛源锂业已取得花桥矿业 50%股权，并推进金子峰矿与化山矿整合，规划 2027 年上半年建成、下半年实现采选矿生产。该项目地处宜春锂资源产业链核心区域，未来可依托公司当地锂盐产能，实现采矿、选矿与锂盐加工的协同，推动资源储备向稳定原料供给转化，增强国内资源的自主可控能力。

图20：金子峰矿与化山矿相关主体股权及矿权关系图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

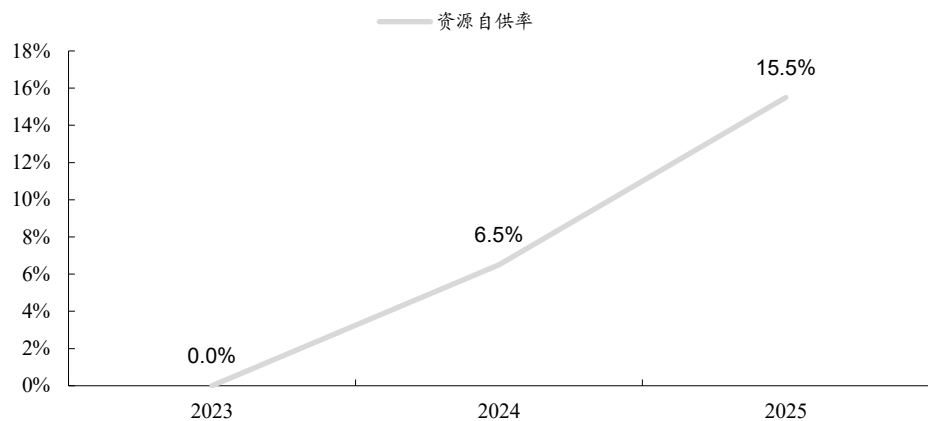
图21：金子峰矿采矿许可证基本情况

具体内容	
采矿权人	宜春盛源锂业有限责任公司
开采矿种	陶瓷土
地址	江西省宜春市奉新县
矿山名称	江西省奉新县金子峰—宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿
生产规模	900.00 万吨/年
矿区面积	0.8429 平方公里
有效期限	贰拾叁年（自 2025 年 3 月 7 日至 2048 年 3 月 6 日）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资源自给率稳步提升，锂盐原料成本可控性有望提高。公司自有锂辉石精矿占总供应量比例已由 2023 年的 0% 提升至 2025 年的 15.5%，资源布局已开始由储备积累转向实际供给贡献。随着 Ogapa 持续供矿、金子峰投产及 Kebbi 项目推进，公司自有及权益矿源供给将进一步增加，外采精矿占比有望下降。资源自给率提升不仅能够增强原料供应的稳定性，也有助于推动锂盐生产成本的改善，使公司盈利对锂价上行更具弹性。

图22：天华新能资源自供率（%）



数据来源：天华新能公司公告，东吴证券研究所

锂资源权益碳酸锂量呈台阶式增长，金子峰贡献中期最大增量。我们预计公司权益碳酸锂量将由 2026 年的 0.9 万吨快速提升至 2027 年的 3.0 万吨，2028 年至 5.5 万吨，并在远期 2030 年达 6.0 万吨。结构上看，金子峰为中期最大增量来源，其权益碳酸锂量 2027 年我们预计贡献 1.0 万吨、2028 年起稳定在 3.1 万吨；尼日利亚 Ogapa 作为现有运行矿区，权益碳酸锂量自 2025 年起稳定在 1.4 万吨/年；尼日利亚 Kebbi 州与拉萨拉瓦州的权益碳酸锂量由 2027 年起逐步爬坡，至 2030 年合计稳定在 1.5 万吨。我们预计公司自有资源含税完全成本约在 6 万元/吨左右，显著低于外购锂精矿成本，按锂价 12 万元/吨测算，2027 年权益碳酸锂量利润贡献有望达 17+亿元，将与锂盐产能放量共同支撑公司业绩上行。

表10: 天华新能锂资源预测

锂矿	权益		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
金子峰	41%	云母矿（万吨）			300	900	900	900
		碳酸锂（万吨）	0.0	0.0	2.5	7.5	7.5	7.5
		权益碳酸（万吨）	0.0	0.0	1.0	3.1	3.1	3.1
		含税完全成本（万/吨）	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
尼日利亚 Ogapa	38%	精矿（万吨）	5	15	30	30	30	30
		碳酸锂（万吨）	0.6	1.9	3.8	3.8	3.8	3.8
		权益碳酸（万吨）	0.2	0.7	1.4	1.4	1.4	1.4
		含税完全成本（万/吨）	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
尼日利亚 Kebbi州	85%	精矿（万吨）			2	10	20	20
		碳酸锂（万吨）	0.0	0.0	0.3	1.3	2.5	2.5
		权益碳酸（万吨）	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9	0.9
		含税完全成本（万/吨）	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
尼日利亚 拉萨拉瓦 州矿区州	100%	精矿（万吨）		4	10	12	12	12
		碳酸锂（万吨）	0.0	0.5	1.3	1.5	1.5	1.5
		权益碳酸（万吨）	0.0	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6
		含税完全成本（万/吨）	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
资源合计		权益碳酸锂量（万吨）	0.2	0.9	3.0	5.5	6.0	6.0

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

4. 固态材料业务加速落地, 产业化放量可期

27 年小批量装车, 30 年大规模量产, 固态电池应用空间广阔。固态电池在国家大力支持下, 26 年产业链发展迅速, 25 年底前小试完毕+车规级电芯下线, 我们预计 26 年中试线优化+样车路试, 27 年小规模量产+装车商业化示范性运营, 并逐渐细分场景小规模应用, 到 30 年我们预计固态电池将大规模商业化, 叠加适配太空航天领域, 行业出货量预计从 27 年 1GWh 提升至 30 年 100GWh, 对应市场空间从 50 亿元扩张至 1500 亿元。

硫化锂兼具成本与性能优势, 产业化放量可期。硫化物固态电解质对硫化锂纯度及杂质控制要求较高, 公司采用低成本锂盐、硫盐作为原料, 通过短流程工艺制备纯度达 99.9% 的产品, 已完成中科院合作及海外技术团队两条路线的小试, 并进入中试阶段; 苏州公斤级试验线及固态电解质测试评估线已建成, 样品通过内部及下游评测, 硫化锂已由实验室研发推进至客户验证环节。我们预计, 硫化锂需求量有望由 2027 年的 0.04 万吨增至 2035 年的 43 万吨, 市场空间对应由 11.2 亿元扩大至 2150 亿元。公司正在评估 200 吨/年硫化锂产线, 后续若全固态电池进入规模化导入阶段, 硫化锂有望凭借较高的单位价值量和较快的需求增速, 成为公司固态材料业务的重要增量。

正极材料已具备商业化条件, 产品升级打开增量空间。江苏宜锂的中高镍高电压三元及高电压钴酸锂已有多款产品达到量产状态, 并规划投资 11.2 亿元建设年产 5200 吨固态电池用高镍三元正极材料项目, 为后续扩大客户供货和提升出货规模提供支撑; 埃米特开发的富锂锰基和尖晶石镍锰酸锂已完成多家客户送样并取得合格评价, 部分产品实现销售。整体来看, 公司正极材料已具备商业化条件, 高镍三元及钴酸锂有望率先贡

献收入，富锂锰基和尖晶石镍锰酸锂则为后续产品升级提供增量空间。

表11：天华新能固态材料相关进展（截至 26 年 8 月）

产品	电池体系	当前情况
高纯硫化锂	硫化物固态电解质核心原料	纯度达 99.9%；两条技术路线已进入中试，公斤级试验线和测试线已建成，样品符合下游要求，正在评估约 200 吨/年产线。
中/高镍高电压三元正极	液态、混合固液态、全固态	多款产品已量产；宜锂规划建设年产 5200 吨固态电池用高镍三元正极产线，200 吨/年中试线已试运行。
03 相、4.65V 02 相钴酸锂	液态、混合固液态、全固态	多款产品已达到量产状态；部分高容量、高电压型号仍处于研发阶段。
富锂锰基正极	液态、混合固液态、全固态	已完成中试、客户送样及部分销售
尖晶石镍锰酸锂	高电压液态、混合固液态、全固态	已向多家客户送样并取得验证结果，部分产品实现销售
硫化物固态电解质	硫化物全固态	已建测试评估线，仍处于中试和工艺优化阶段

数据来源：天华新能公司公告，东吴证券研究所

表12：固态电池出货量预测

	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
全固态电池出货量 (GWh)	1	5	30	100	1000
全固态电池价格 (元/Wh)	5	3	1.8	1.5	0.8
市场空间 (亿元)	50	150	540	1500	8000
固态电解质 (万吨)	0.1	0.5	3	10	100
固态电解质价格 (万元/吨)	400	200	100	75	25
固态电解质市场空间 (亿元)	40	100	300	750	2500
硫化锂 (万吨)	0.04	0.22	1.29	4.3	43
硫化锂价格 (万元/吨)	260	200	180	120	50
硫化锂市场空间 (亿元)	11.2	43	232.2	516	2150

数据来源：东吴证券研究所预测

5. 其他业务：稳基固本，多元布局培育新增长极

5.1. 非氟离子膜：破解性能权衡，环保优势突出

破解传统全氟膜性能权衡问题，环保优势突出。传统全氟膜在质子传导、钒离子阻隔和机械稳定性之间存在权衡，同时涉及含氟工艺及后续氟回收，环保管理要求较高；天华新能以 PBI、聚芳吡啶等氮杂环聚合物构筑梯度离子膜，通过超薄分离层和离子筛分通道实现传导性与选择性的协同优化，并以非氟材料体系减少含氟工艺污染及回收环节，形成性能改善与绿色制造并行的产品优势。在 160 mA/cm²下，非氟膜库伦效率达 99.1%-99.39%、能量效率最高达 88.89%，膜厚 25-30 μm、拉伸强度约为全氟膜 2-3 倍，体现出较好的综合性能；截至 26 年 8 月公司已建成年产 2 万平方米产线，产品通过国内十多家液流电池企业单电池测试，部分客户推进 kW 级电堆验证，非氟离子膜正由材料研发向液流电池应用加速转化，并有望进一步拓展至电解水制氢和燃料电池等新能源场景。

表13：天华新能非氟离子交换膜 VS 全氟膜性能

性能维度	天华新能非氟离子交换膜	全氟膜（PFSA/Nafion 212 代表）
材料体系	PBI、聚芳杂吡啶等氮杂环聚合物； 采用梯度离子膜和超薄离子通道	全氟磺酸树脂为代表
钒离子渗透	钒离子渗透率较主流全氟膜降低近两个数量级	质子传导率高，钒离子渗透相对较高
库伦效率	第三方液流电池企业实测 99.1%-99.39%@160 mA/cm²	通常低于高选择性非氟膜
能量效率	公开实测最高约 88.89%@160 mA/cm²	Nafion 212 约 73.25%@200 mA/cm²
膜厚	25-30 μm	Nafion 212 约 50 μm
机械强度与尺寸稳定性	拉伸强度约为全氟膜的 2-3 倍， 尺寸变化率控制在-2%至 1%	存在溶胀和机械强度方面的权衡
化学/氧化稳定性	已改善氧化稳定性	化学稳定性、长期应用经验更成熟
环境属性	不涉及氟化工艺及氟回收	存在含氟材料回收与环境管理要求
进展	已建成年产能约 2 万平方米生产线	商业化成熟，但 PFSA 制备工艺复杂， 国内高端材料仍存在进口依赖

数据来源：公司公告，无锡市发改委，东吴证券研究所

5.2. 防静电超净业务夯实盈利底盘，医疗业务拓展高毛利空间

防静电超净业务稳健增厚盈利，成长空间持续打开。公司深耕静电与微污染防控近 30 年，面向半导体、新型显示、硬盘存储、生物医药等高端制造提供一站式解决方案，并参与编制锂离子电池生产静电防护团体标准，标准参与和系统集成能力持续强化客户黏性。2021-2025 年公司防静电超净业务毛利率均保持在 20%+，盈利稳定性突出。随着半导体、存储、新型显示及新能源电池客户扩产，公司有望凭借技术积累和综合解决方案能力提升客户覆盖，成长空间持续打开。

医疗业务高毛利底盘扎实，设备创新打开增量。宇寿医疗主要生产自毁式、安全式注射器、高压注射器及管路，产品获得 WHO 认证、WHO PQS 评定、欧盟 CE 及美国 FDA 510(k)等资质，国际认证和公共卫生客户资源持续巩固业务竞争力。2025 年公司医疗器械行业收入 2.75 亿元、占比 3.65%，毛利率 50.27%，高毛利特征凸显。在注射器业务稳步贡献利润的基础上，公司持续推进 CT 造影注射装置、医用 CT 球管及陡脉冲治疗仪等有源设备研发，伴随产品注册、验证和渠道导入，医疗业务有望由一次性耗材向设备+耗材延伸，打开新的增长空间。

图23：天华新能防静电超净产品下游客户情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：天华新能医疗产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 192.9/224/258.1 亿元，同比+156%/+16%/+15%，毛利率分别为 35%/40%/40%，归母净利润分别为 46.3/58.7/68.8 亿元，同比+1051%/+27%/+17%。分业务来看：

锂盐业务：锂价上行叠加产能释放，量利齐升驱动业绩拐点。受益于锂价进入新一轮上行周期及公司眉山二期放量，我们预计 2026-2028 年锂盐销量分别为 14.2/18.1/22.4 万吨 LCE，对应收入分别为 169/176/188 亿元，同比+154%/+4%/+7%，毛利率分别为 33%/39%/41%。其中，眉山一期柔性产线逐步切换碳酸锂产能，眉山二期 6 万吨碳酸锂产线公司预计 2027Q1 建成投产，驱动销量持续增长；随着自有矿供给占比提升，我们预计毛利率持续改善，锂盐量利齐升有望持续兑现。

锂资源业务：自有矿权益放量，资源端利润弹性加速释放。随着尼日利亚 Ogapa、拉萨拉瓦州矿区持续供矿及金子峰投产，我们预计公司权益碳酸锂量将由 2026 年的 1.2 万吨提升至 2028 年的 7.1 万吨，对应资源端收入分别为 14.5/38.1/59.4 亿元，考虑碳酸锂价格波动，我们预计锂资源对应毛利率分别为 56%/45%/37%。自有矿完全成本约 6 万元/吨，显著低于外购精矿成本，资源自给率提升将持续改善公司整体盈利水平。

防静电超净技术产品：半导体需求驱动增长，盈利稳健。受益于半导体、新型显示等下游客户需求回暖，我们预计 2026-2028 年收入分别为 6.4/6.7/7 亿元，同比+5%/+5%/+5%，毛利率稳定在 23%左右。

医疗器械产品：高毛利底盘稳固，稳健增长。公司医疗器械业务以一次性无菌输注类器械为主，毛利率维持 50%左右高位。我们预计 2026-2028 年收入分别为 2.9/3/3.2 亿元，同比+5%/+5%/+5%。

表14: 天华新能盈利预测

天华新能	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
汇总						
营业收入 (百万元)	10468	6608	7549	19291	22400	25807
yoy	-39%	-37%	14%	156%	16%	15%
营业成本 (百万元)	7546	5117	6453	12556	13476	15561
毛利 (百万元)	2921	1491	1096	6735	8924	10246
毛利率	28%	23%	15%	35%	40%	40%
1. 锂电材料						
锂盐销量 (折LCE合计, 万吨)	5.96	8.35	10.83	14.2	18.1	22.4
收入 (百万元)	9697	5754	6667	16917	17619	18849
毛利率	28%	21%	12%	33%	39%	41%
2. 锂资源						
权益碳酸锂量 (万吨)			0.2	1.2	3.9	7.1
收入 (百万元)			157	1449	3809	5938
毛利率			19%	56%	45%	37%
3. 防静电超净技术产品						
收入 (百万元)	473	570	606	636	668	702
毛利率	21%	24%	23%	23%	23%	23%
4. 医疗器械产品						
收入 (百万元)	298	284	275	289	304	319
毛利率	48%	51%	50%	50%	50%	50%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6.2. 投资评级

我们选取锂盐行业可比公司赣锋锂业、国城矿业、大中矿业及藏格矿业, 对天华新能进行横向估值比较。考虑到公司锂盐产能加速释放、自有矿权益量持续提升, 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 46.3/58.7/68.8 亿元, 同比+1051%/+27%/+17%, 对应 PE 分别为 9/7/6 倍。从相对估值看, 公司 2026-2028 年 PE 低于锂盐行业可比公司平均水平, 公司深度绑定宁德时代带来锂盐经营可见度提升, 叠加锂资源自给率跃升驱动成本下行, 盈利增速与成长性优于同业。考虑锂价中枢上行、锂资源自给率提升及眉山二期放量, 公司整体盈利具备较强向上弹性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表15: 天华新能可比公司估值表 (截至 2026 年 9 月 23 日)

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级	来源
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E		
002460.SZ	赣锋锂业	872	46	16	93	112	126	54	9	8	7	买入	东吴
000688.SZ	国城矿业	303	26	11	24	31	39	28	13	10	8	买入	东吴
001203.SZ	大中矿业	362	24	7	13	24	42	49	28	15	9	买入	东吴
000408.SZ	藏格矿业	1159	74	39	77	92	94	30	15	13	12	买入	东吴
平均值								40	16	11	9	-	-
300390.SZ	天华新能	438	53	4	46	59	69	109	9	7	6	买入	东吴

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

7. 风险提示

锂价大幅波动的风险：公司锂盐业务收入和利润对锂价变化较为敏感。若未来锂盐供给释放超预期、下游需求不及预期或储能需求增速放缓，锂价可能回落，公司产品售价、库存收益及盈利能力将受到不利影响。

锂资源项目推进不及预期的风险：公司通过自营、参股、包销等方式布局国内外锂资源，但海外项目可能受到当地政策、地缘政治、环保要求、基础设施建设及项目运营等因素影响。若相关项目建设、投产或达产进度不及预期，公司资源自给率提升及成本改善将受到影响。

产能消化不及预期的风险：公司现有及规划锂盐产能规模较大，后续眉山二期等项目将进一步增加产能。若下游新能源汽车、储能等领域需求增长不及预期，或行业竞争加剧导致产品价格和加工利润下降，公司可能面临产能利用率不足、固定成本摊薄不充分及盈利不及预期的风险。

固态材料产业化不及预期的风险：公司在硫化锂、固态电池正极材料及非氟离子膜等领域持续布局，但相关产品仍处于客户验证、中试或产业化推进阶段。若技术研发、客户认证、产品放量或下游固态电池产业化进程不及预期，公司相关业务收入和利润贡献可能低于预期。

客户集中度及关联交易风险：公司与宁德时代在股权、产能及业务层面联系较为紧密，客户集中度相对较高。若宁德时代及其他主要客户需求下降、供应链策略调整或关联交易额度未能兑现，公司产品销量、产能利用率及经营业绩可能受到不利影响。

天华新能三大财务预测表

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	10,061	17,752	26,550	34,032	营业总收入	7,549	19,291	22,400	25,807
货币资金及交易性金融资产	4,091	6,726	13,770	19,834	营业成本(含金融类)	6,453	12,556	13,476	15,561
经营性应收款项	2,153	3,345	3,960	4,866	税金及附加	51	116	134	155
存货	2,287	4,107	5,036	5,421	销售费用	57	135	157	181
合同资产	0	4	4	4	管理费用	385	810	1,008	1,161
其他流动资产	1,529	3,571	3,780	3,907	研发费用	125	154	179	206
非流动资产	13,032	13,602	13,716	13,606	财务费用	38	138	123	9
长期股权投资	890	890	890	890	加:其他收益	67	386	224	258
固定资产及使用权资产	5,365	5,975	6,270	6,341	投资净收益	206	386	224	258
在建工程	167	148	131	115	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,207	3,044	2,880	2,717	减值损失	(169)	(100)	(100)	(60)
商誉	283	283	283	283	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	营业利润	544	6,053	7,671	8,991
其他非流动资产	3,096	3,238	3,238	3,238	营业外净收支	(11)	(2)	(2)	(2)
资产总计	23,092	31,354	40,266	47,638	利润总额	533	6,051	7,669	8,989
流动负债	5,277	8,121	9,580	10,166	减:所得税	85	908	1,150	1,348
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,130	5,071	6,071	6,571	净利润	448	5,144	6,519	7,640
经营性应付款项	716	2,221	2,427	2,427	减:少数股东损益	46	514	652	764
合同负债	160	341	501	527	归属母公司净利润	402	4,629	5,867	6,876
其他流动负债	272	489	582	642	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	5.57	7.06	8.28
非流动负债	2,161	2,354	2,554	2,554	EBIT	396	6,189	7,792	8,997
长期借款	2,009	2,209	2,409	2,409	EBITDA	979	7,042	8,748	9,966
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.52	34.91	39.84	39.70
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	5.33	24.00	26.19	26.65
其他非流动负债	148	140	140	140	收入增长率(%)	14.23	155.55	16.12	15.21
负债合计	7,439	10,475	12,134	12,720	归母净利润增长率(%)	(51.77)	1,051.02	26.73	17.21
归属母公司股东权益	11,353	16,063	22,664	28,687					
少数股东权益	4,301	4,815	5,467	6,231					
所有者权益合计	15,653	20,878	28,131	34,918					
负债和股东权益	23,092	31,354	40,266	47,638					

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	(322)	4,522	6,210	7,299	每股净资产(元)	13.67	19.34	27.28	34.53
投资活动现金流	(3,676)	(2,899)	(848)	(604)	最新发行在外股份(百万股)	831	831	831	831
筹资活动现金流	4,864	984	949	222	ROIC(%)	1.70	21.06	20.45	19.00
现金净增加额	839	2,634	6,310	6,917	ROE-摊薄(%)	3.54	28.82	25.89	23.97
折旧和摊销	583	853	956	969	资产负债率(%)	32.21	33.41	30.14	26.70
资本开支	(3,345)	(1,282)	(1,072)	(862)	P/E (现价&最新股本摊薄)	108.98	9.47	7.47	6.37
营运资本变动	(1,372)	(1,385)	(1,394)	(1,392)	P/B (现价)	3.86	2.73	1.93	1.53

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>