长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

证券研究报告

公司研究丨深度报告丨天华新能（300390.SZ）

揽九天华采，赋万物新能

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

站在本轮锂电新需求周期的起点，公司将再度迎来资源、材料加速释放，锂盐龙头有望凭借过往积淀迎来二次蜕变，享受高量增带来的增长弹性。1）与宁德时代双向持股强强联合；2）锂资源布局即将迎来放量高速期，量增弹性和远期规模兼备，尼日利亚锂矿进入量增放量周期，江西金子峰云母体量优势明显，项目规划加速，远景四川、刚果金资源储备丰厚；3）加码固态正极材料和硫化锂原料，受益于固态电池应用落地加速。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC：S0490512070002

SFC：BQT626



赵超

SAC：S0490519030001

SFC：BUY139



王筱茜

SAC：S0490519080004

SFC：BWM115



肖百桓

SAC：S0490522080001



周相君

SAC：S0490525080007

丨证券研究报告丨

2026-07-05

公司研究丨深度报告

投资评级 买入丨首次

天华新能（300390.SZ）

揽九天华采，赋万物新能

资源、材料新星，锂盐龙头二次涅槃

天华新能成立于 1997 年，防静电超净产品起家，自 2018 年同宁德时代在内等企业合资布局切入新能源上游锂资源及冶炼相关赛道。**回望公司发展历程，对行业趋势的深刻理解和逆周期思维的精准布局始终贯彻在公司成长壮大的每一个阶段，铸就了今日的天华新能。**公司 2018 年切入锂电赛道，在 2020 年起的上一轮锂电需求爆发周期中，快速跻身氢氧化锂冶炼龙头梯队；抓住 2023 年起的锂行业下行周期，逆势强化上游资源布局，下游延伸固态电池相关材料布局；**站在本轮锂电新需求周期的起点，公司又将迎来资源、材料加速释放的再成长，锂盐龙头有望凭借过往积淀迎来二次蜕变，锂资源、固态材料新星冉冉而升。**

锂：逆周期布局，从冶炼龙头向资源强者的进阶

回望历史，天华新能在两轮锂周期中，通过逆周期的布局思路，相继在锂盐冶炼、矿山资源上完成重要积累及质的飞跃。（1）冶炼产能持续扩张，深度绑定优质客户：从 2018 年转型进入锂电赛道开启氢氧化锂产能布局，在 2020-2022 年的锂电需求爆发周期锂盐价格历史级别上行中，完成量价双升的利润积累。截至 2025 年底，公司拥有宜宾、眉山、宜春三大锂盐生产基地，合计年产能达 16.5 万吨。伴随锂价持续上涨以及自有矿的加速补充，公司计划根据市场需求变化，择机增加锂盐产能，目标年产能达到 25-26 万吨。**（2）底部周期加码锂矿，资源自供率快速提升：**公司逆周期布局持续加快找矿步伐，尼日利亚锂矿→江西云母→四川、刚果金锂矿等自有优质资源接力保障公司锂电业务的长期扩张，资源自供率大幅提高的同时锂盐成本大幅降低，公司资源自供率也从 0 突破至 2024 年的 6.5%，2025 年进一步提升至 15.5%。**（3）锂电需求增速再起，供需错配锂价步入上行周期**：需求预期持续强化+供给增速确定性下滑，2026-2027 两年锂行业迎来确定性供需缺口，锂价开启上涨周期。公司作为本轮量增弹性前列的资源龙头，随新增项目产能落地投放，量价共振有望大幅提振盈利水平。

固态材料：延伸固态电池材料，多技术路线卡位技术革新

基于上游资源优势，公司延伸至固态电池材料，多技术路线并行卡位下一代技术革新。基于与宁德时代在全固态电池领域的深度战略协同，**公司在正极材料与电解质原料两大关键环节前瞻布局**，有望在下一代电池技术迭代中率先卡位核心供应链。在技术路径选择上，公司采取多元化策略以规避单一路线风险，依托子公司江苏宜锂与埃米特，构建了覆盖多技术体系的固态电池正极材料产品矩阵，目前研发进度处于行业领先地位。

防静电与医疗：被低估的经营压舱石

公司在防静电超净与医疗器械细分领域均确立了龙头地位。防静电产品深度切入液晶显示、半导体等高端制造供应链；医疗器械（注射器）产品则建立了稳固的院内准入与海外出口渠道。凭借高客户粘性与弱周期特征，两大业务持续贡献稳定的经营性现金流。

投资建议：资源冶炼增量显著，加码固态材料拓宽成长

站在本轮锂电新需求周期的起点，公司将再度迎来资源、材料加速释放，锂盐龙头有望凭借过往积淀迎来二次蜕变，享受高量增带来的增长弹性。1）与宁德时代双向持股强强联合；2）锂资源布局即将迎来放量高速期，量增弹性和远期规模兼备，尼日利亚锂矿进入量增放量周期，江西金子峰云母体量优势明显，项目规划加速，远景四川、刚果金资源储备丰厚；3）加码固态正极材料和硫化锂原料，受益于固态电池应用落地加速。预计公司 2026-2028 年归母净利润约 54.22、83.75、90.58 亿元，对应 PE 为 14X、9X、8X。

风险提示

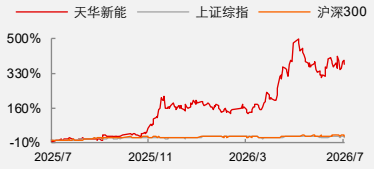
1、新能源需求疲弱；2、项目投产推迟；3、海外资源开发不确定性；4、盈利预测不及预期。

公司基础数据

当前股价(元)	91.35
总股本(万股)	83,075
流通A股/B股(万股)	67,227/0
每股净资产(元)	14.86
近12月最高/最低价(元)	119.06/18.65

注：股价为 2026 年 7 月 2 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

天华新能：资源、材料新星，锂盐龙头二次涅槃 5
锂：逆周期布局，从冶炼龙头向资源强者的进阶 7
冶炼产能持续扩张，深度绑定优质客户 7
底部周期加码锂矿，资源自供率快速提升 8
锂电需求增速再起，供需错配锂价步入上行周期 12
固态材料：延伸固态电池材料，多技术路线卡位技术革新 13
防静电与医疗：被低估的经营压舱石 15
投资建议：资源冶炼增量显著，加码固态材料拓宽成长 16
风险提示 17

图表目录

图 1：公司以防静电超净技术起家，绑定宁德时代切入锂盐赛道，本轮锂周期加码上游资源，自供率大幅提高 5
图 2：截至 2026 年一季报，裴振华先生是公司实控人，宁德时代为第二大股东 6
图 3：天华新能与宁德时代全球资源布局，找矿步伐加速 7
图 4：公司在 2023-2025 年锂底部周期中逆势扩大资本开支，加码锂矿资源布局 9
图 5：2024-2025 年公司自有矿资源自供率明显提升，预计 2026 年有望进一步提高 11
图 6：2026 年开始，尼日利亚进口到国内的锂辉石矿量有所增加 11
图 7：2026 年开始南非进口到国内的锂辉石矿量明显增加 11
图 8：尼日利亚 Ogapa 锂矿项目周边环境稳定，生产运营稳健 11
图 9：公司持有尼日利亚 Kebbi 锂矿项目 85%股权 11
图 10：尼日利亚劳动力资源丰富 12
图 11：后续公司的金子峰矿拟同永兴材料的化山矿合并办理新矿证 12
图 12：储能需求爆发叠加锂价下行锂供给资本开支持续低迷，锂行业迎来供需错配新周期，锂价自 2025 年下半年正式反转 13
图 13：从液态到全固态电池的技术发展路线 14
图 14：硫化物电解质及电池制备过程 15
图 15：静电与微污染防控解决方案 16
图 16：公司主要医疗器械产品为各类“智慧式”注射器 16

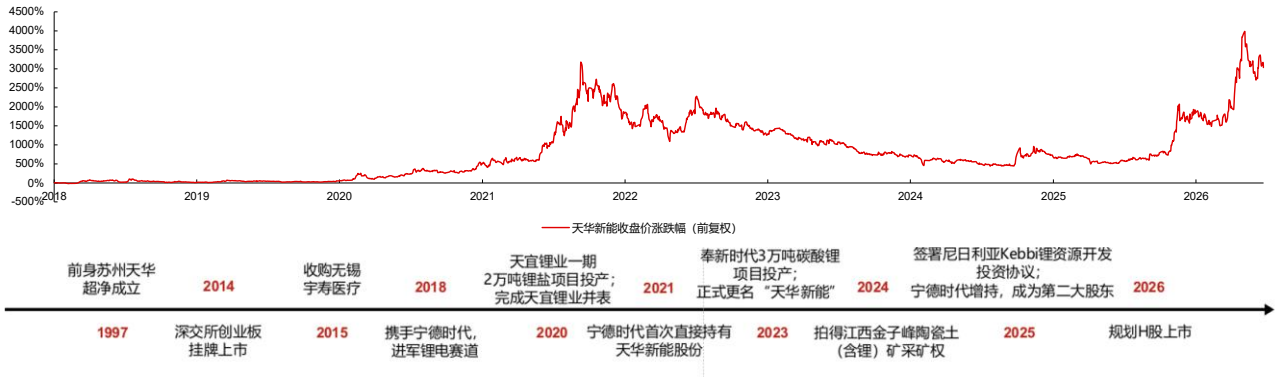
表 1：公司拥有宜宾、眉山、宜春三大锂盐生产基地，最大合计年产能达 16.5 万吨 8
表 2：公司已同多数国内外优质客户建立长期稳定的合作关系 8
表 3：公司主要锂矿资源情况梳理，资源布局加速扩张 10
表 4：江西省奉新县金子峰—宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿《采矿许可证》 12
表 5：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元） 17

天华新能：资源、材料新星，锂盐龙头二次涅槃

天华新能成立于 1997 年，防静电超净产品起家，自 2018 年同宁德时代在内等企业合资布局切入新能源上游锂资源及冶炼相关赛道。回望公司发展历程，对行业趋势的深刻理解和逆周期思维的精准布局始终贯彻在公司成长壮大的每一个阶段，铸就了今日的天华新能。公司 2018 年切入锂电赛道，在 2020 年起的上一轮锂电需求爆发周期中，快速跻身氢氧化锂冶炼龙头梯队；抓住 2023 年起的锂行业下行周期，逆势强化上游资源布局，下游延伸固态电池相关材料布局；站在本轮锂电新需求周期的起点，公司又将迎来资源、材料加速释放的再成长，锂盐龙头有望凭借过往积淀迎来二次蜕变，锂资源、固态材料新星冉冉而升。

- **管理层战略前瞻逆势加码锂资源布局，多点开花，资源自供率大幅攀升。**自 2021 年 9 月刚果金 Manono 锂矿布局开始，公司便展现出对于资源环节的深刻重视，持续推进国内外优质锂矿资源并购完善资源保障。站在本轮新需求周期的起点，公司也将迎来资源快速释放的高成长期。公司资源版图大幅扩张，从尼日利亚锂矿到江西云母再到四川、刚果金锂矿等，量增弹性位居行业前列，资源自供率也从 0 突破至 2025 年的 15.5%，后续预计仍有望进一步大幅提升。
- **加码固态正极材料和硫化锂原料，受益于固态电池应用落地加速。**基于公司长期积淀材料技术的经验积累，公司实现正极材料与固态电池硫化锂电解质原料两大关键环节的前瞻布局，研发进度处于行业领先地位。依托同锂电龙头宁德时代的深度绑定以及自身强劲的技术优势，有望在下一代电池技术迭代中形成先发优势，并卡位核心供应链。

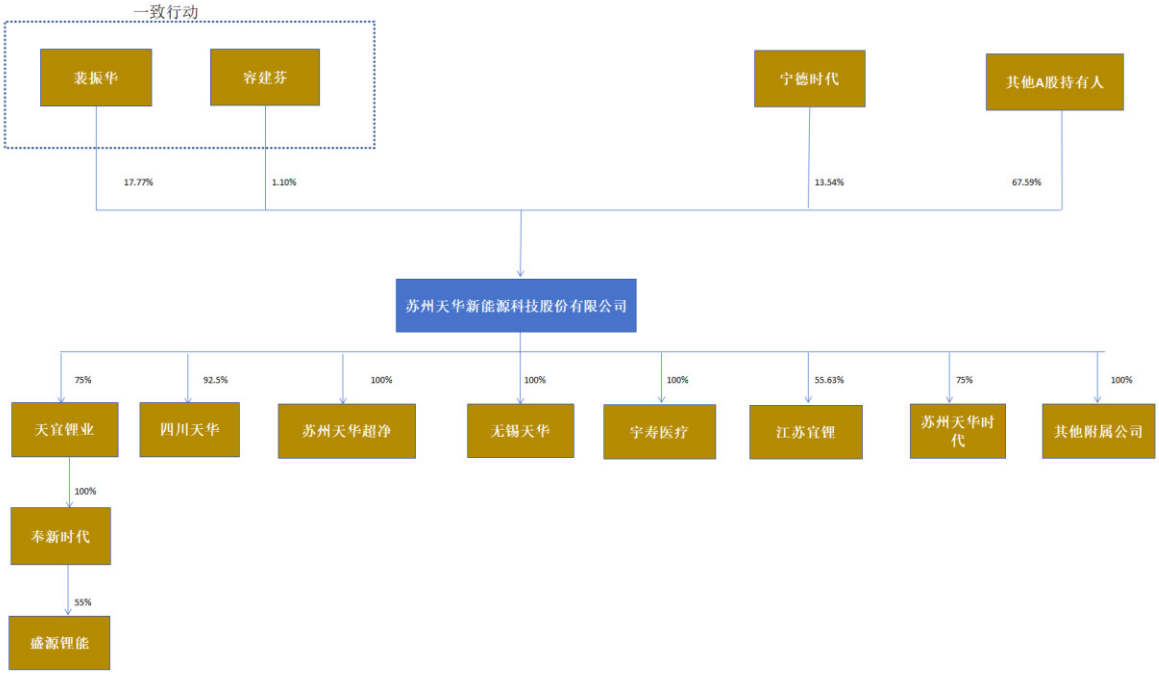
图 1：公司以防静电超净技术起家，绑定宁德时代切入锂盐赛道，本轮锂周期加码上游资源，自供率大幅提高



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

- **多层面再度深化同宁德时代的绑定，双向赋能远景可期。**截至 2026 年一季报，公司实控人裴振华先生通过控股子公司宁波联合创新新能源投资管理合伙企业持有宁德时代 6.23%股权（拟通过转让降至 4.96%）。宁德时代于 2025 年 10 月收购公司 12.95%股权，截至 2026 年一季报合计持有公司 13.54%股权，为公司第二大股东。目前宁德时代已成为公司的第二大股东，而公司创始人与实控人裴振华先生早期便通过控股子公司宁波联合创新新能源投资管理合伙企业成为宁德时代的第四大股东。交叉持股有望双向赋能两家龙头企业的业务发展，同时锂电业务上至资源下至材料的合作强化。

图 2：截至 2026 年一季报，裴振华先生是公司实控人，宁德时代为第二大股东



资料来源：Wind，长江证券研究所

与宁德时代的强强联合双向赋能主要体现在以下几个方面：

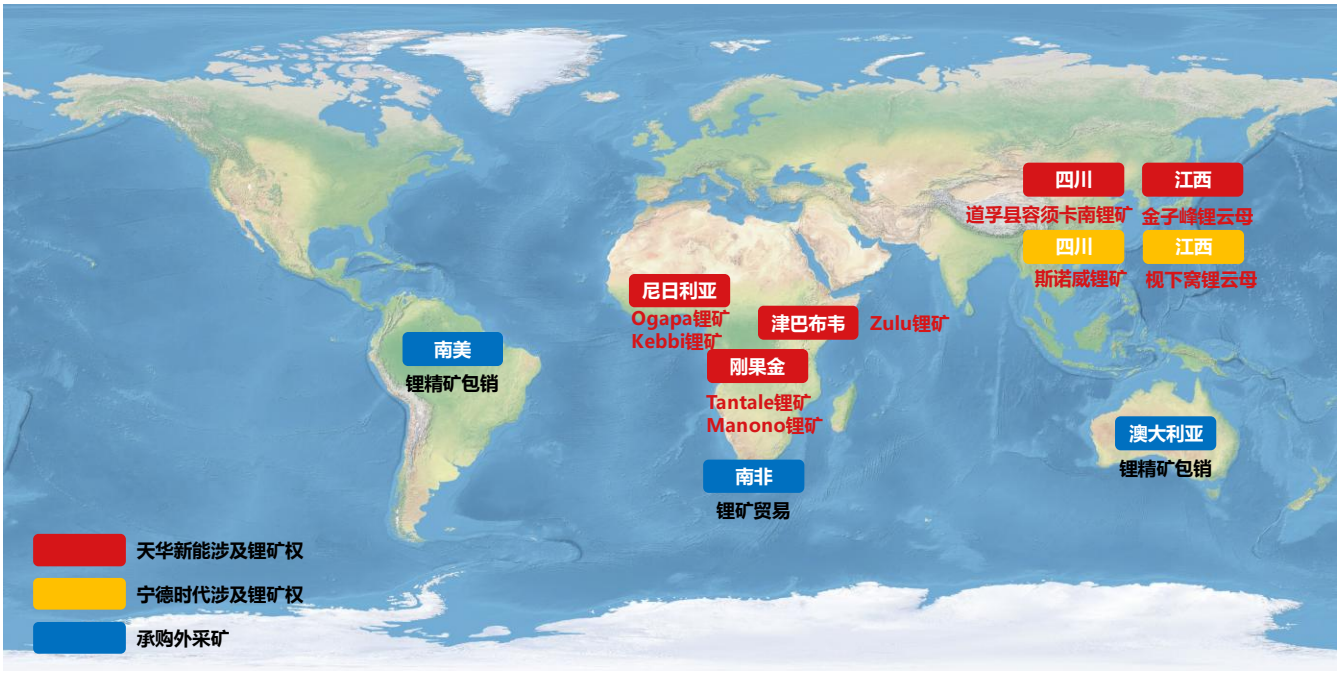
（1）资源合作：公司已通过宁德时代参股的天宜锂业的孙公司宜春盛源锂业竞得江西金子峰云母矿，扩大自身资源储备体量的同时，有望同奉新时代冶炼产线形成配套。

（2）合资冶炼：上轮周期公司同宁德时代就冶炼产线展开多数合资布局。天宜锂业目前拥有年产 7.5 万吨电池级氢氧化锂产能，其中公司持股 75%，宁德时代持股 25%；奉新时代目前拥有年产 3 万吨电池级碳酸锂产能，其中公司持股 75%，宁德时代持股 25%。

（3）长协保供：基于来料加工模式和长协订单锁定，公司已成宁德时代电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的重要供应商之一。来料加工模式：宁德时代通过提供其控制的矿石（例如江西枧下窝锂云母），交由公司子公司奉新时代进行代工，进而公司得以在锂价波动期间赚取稳定的加工费保障盈利。**长协订单锁定：**按照双方协议约定，宁德时代优先向天宜锂业采购锂盐，且在原料供应紧张时优先保障天宜锂业的开工率。这种双向优先机制，在保障宁德时代自身锂盐采购需要的同时，使得公司冶炼产线长期维持较高产能利用率。

（4）材料共拓：宁德时代是深耕全固态电池领域领先技术龙头，依托同宁德时代在全固态电池领域的深度战略协同，公司在正极材料与电解质原料两大关键环节，有望于下一代电池技术迭代中抢先突破并卡位核心供应链，形成显著先发优势和客户壁垒。

图 3：天华新能与宁德时代全球资源布局，找矿步伐加速



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（注：图中国内四川、江西资源位置并不代表实际位置）

锂：逆周期布局，从冶炼龙头向资源强者的进阶

回望历史，天华新能在两轮锂周期中，通过逆周期的布局思路，相继在锂盐冶炼、矿山资源上完成重要积累及质的飞跃。从 2018 年转型进入锂电赛道开启氢氧化锂产能布局，在 2020-2022 年的锂电需求爆发周期锂盐价格历史级别上行中，完成量价双升的利润积累。而后在价格的下行周期，**公司持续加快找矿步伐，尼日利亚锂矿→江西云母→四川、刚果金锂矿等自有优质资源接力保障公司锂电业务的长期扩张，资源自供率大幅提高的同时锂盐成本大幅降低。在长期铺垫构筑的矿石包销渠道和灵活的采购策略的基础上，建立了覆盖非洲、南美洲、大洋洲及亚洲的全球多元化锂资源供应链，伴随新一轮锂价上行周期来临，公司已跃居成为冶炼先行、资源跟进、全球布局的锂矿龙头。**

冶炼产能持续扩张，深度绑定优质客户

作为锂盐加工的优质龙头，公司在上轮周期依靠冶炼规模扩张在产能上跻身一线梯队，并且产品品质长期稳居行业头部水平。截至 2025 年底，公司拥有宜宾、眉山、宜春三大锂盐生产基地，最大合计年产能达 16.5 万吨锂盐。伴随锂价持续上涨以及自有矿的加速补充，公司计划根据市场需求变化，择机增加锂盐产能，目标年产能达到 25-26 万吨。

依托过硬的产品品质和长期积累的品牌口碑，公司已同多数国内外优质客户建立长期稳定的合作关系，包括国内外多家头部新能源整车企业、锂电池制造企业、锂电池正极材料企业。公司的产品纯度、杂质控制、性能指标均达到国际高端标准，并获得全球多家头部企业的严苛认证，并可帮助公司缩短在未来实现多元新产品销售的认证周期，快速

锁定下游头部客户需求。公司通过多种途径保障下游订单连续性，实现连续生产从而降低平均生产成本，提高产品的市场竞争力。

表 1：公司拥有宜宾、眉山、宜春三大锂盐生产基地，最大合计年产能达 16.5 万吨

项目	产品品类	2023			2024			2025		
		有效产能（万吨）	产量（万吨）	利用率	有效产能（万吨）	产量（万吨）	利用率	有效产能（万吨）	产量（万吨）	利用率
天宜锂业（宜宾）	电池级氢氧化锂	5	4.82	96.3%	5	4.96	99.1%	7.5	4.82	64.3%
四川天华（眉山）	电池级氢氧化锂	2.25	1.82	80.9%	5.5	4.45	79.3%	1.75	1.13	89.3%
	电池级碳酸锂	-	-		0.44	0.27		3.75	3.74	
奉新时代（宜春）	电池级碳酸锂	0.5	0.13	25.8%	3	0.83	27.7%	3	1	33.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：四川天华拥有年产 6 万吨电池级氢氧化锂产能，并可根据市场需求转化为年产约 5.5 万吨电池级碳酸锂产能）

表 2：公司已同多数国内外优质客户建立长期稳定的合作关系

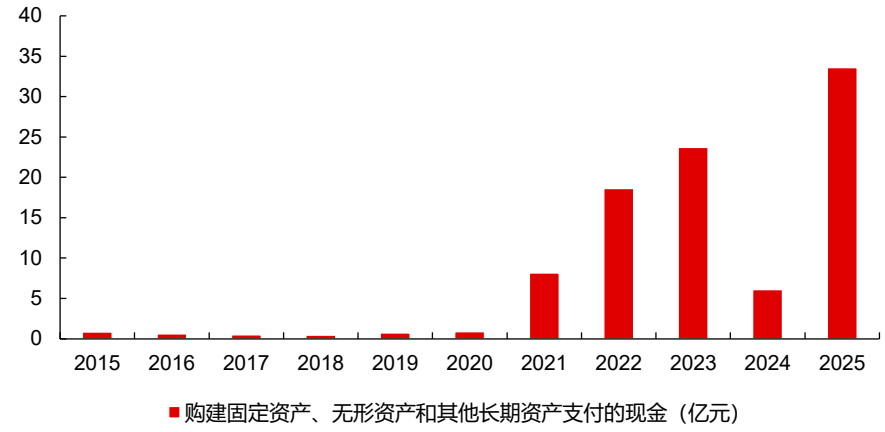
排名	客户	销售额（千元）	收入占比（%）	信用期	开始业务关系年份	采购产品/服务	详情
1	公司 A	1,735,972.70	23	30 天或 90 天	2022 年	新能源锂电材料及防静电超净技术产品	总部位于福建省宁德市的上市公司，主要从事锂电池及相关电池系统的研发和制造
2	客户 F	1,066,930.80	14.1	30 天	2021 年	新能源锂电材料	总部位于甘肃省兰州市的民营企业，主要从事锂电材料的研发、生产及销售
3	客户 H	627,545.40	8.3	发货月份的下月 15 日或 30 天	2021 年	新能源锂电材料	总部位于浙江省嘉兴的上市公司，主要从事新能源锂电材料的研发及制造
4	客户 G	404,374.20	5.4	30 天	2022 年	新能源锂电材料	总部位于北京的上市公司的附属公司，主要从事锂电池的制造
5	客户 I	385,334.10	5.1	预付款项	2025 年	新能源锂电材料	总部位于湖南省长沙的民营企业，主要从事锂电池材料的制造及销售

资料来源：公司公告，长江证券研究所

底部周期加码锂矿，资源自供率快速提升

在锂行业经历 2023-2025 年价格大幅走弱的底部周期中，公司凭借高度的战略前瞻性逆势扩大资本开支强化上游资源布局，从早期规划刚果金 Manono 锂矿和津巴布韦 Zulu 锂矿项目，到瞄准尼日利亚锂矿资源开发以及南非锂矿贸易合作，再到江西金子峰锂云母矿权竞拍以及刚果金和四川锂矿的勘探储备，公司自有资源体量加速扩大，无论中期量增弹性还是远景资源储备产能规模，均已位列本轮锂周期第一梯队。

图 4：公司在 2023-2025 年锂底部周期中逆势扩大资本开支，加码锂矿资源布局



资料来源：Wind，长江证券研究所

- **刚果金 Manono 锂矿：**2021 年 9 月，天华时代计划出资 2.4 亿美元获取该项目 24%股权。Manono 锂矿资源禀赋优越，是当时已发现储量最大、品位最好的硬岩锂矿床之一，根据 SMM，其 JORC 资源量达 4.0－4.1 亿吨，氧化锂品位约 1.6%。目前该矿权仍处复杂法律纠纷阶段，各方正在推进谈判，以促成和解，如未来股权问题得以解决，开发前景巨大。

- **津巴布韦 Zulu 锂矿：**2022 年 3 月，公司出资 1200 万英镑收购持有 Premier 13.38%的股权，并拥有 Premier 核心资产津巴布韦 Zulu 锂矿 50%的精矿包销权。根据 2024 年 10 月的项目更新情况，Zulu 锂矿合计矿石资源储量约 3437 万吨，氧化锂品位约 0.54%，折 LCE 当量约 46 万吨。同时，该矿体中伴生丰富钽资源，约 1225 吨金属量，提取后有望明显摊薄生产成本。

- **尼日利亚锂矿：公司在尼日利亚持有多宗锂矿矿权且配备采选矿工厂，是 2024-2027 年量增弹性的核心来源。**由于早期尼日利亚当地锂矿开采规范性较弱，当地政府自 2023 年起禁止原矿出口，只有承诺在本土进行锂矿加工的企业，只有提出在当地进行矿产加工计划的公司才有机会获得采矿许可证。公司依托自身专业的地质、采选和建设运营团队，在尼日利亚建设全套选矿与初级精炼设施，已成为尼日利亚矿业部重点扶持的“标杆外资企业”。**基于尼日利亚提供的 3-5 年的税收减免期（受保护企业）、矿山设备免征进口关税以及资本和利润自由汇出等投资布局优势，公司加速推进当地锂矿采选项目，伴随 Ogapa 锂矿（公司持股 37.5%）于 2024 年投产放量，公司资源自供率也从 0 突破至 2024 年的 6.5%，2025 年进一步提升至 15.5%。**同时，**公司于 2025 年 2 月与尼日利亚 Kebbi 州政府、三冠矿业签署《Kebbi 州锂资源开发投资协议》，就当地 45158 EL 及 46216 SSML 矿权开发建立合资公司（公司持股 85%，三冠矿业持股 15%）。公司预计总投资额超过 2 亿美元，于当地建设领先的锂矿开采、选矿、尾矿处理现代化工厂，并负责管理和运营。伴随 Ogapa 锂矿的稳定出量以及 Kebbi 锂矿项目的加速推进，尼日利亚有望成为公司近两年最重要的资源成长极。**

- **南非锂矿贸易：**基于南非成熟的物流和港口体系，公司通过南非贸易口岸采购中小型矿商的锂矿。伴随 2026 年 5 月 1 日起，中国对包括南非在内的 53 个非洲建交国全面实施零关税举措，公司贸易业务有望再上新台阶。

- **江西金子峰锂云母：金子峰锂云母项目不仅是公司江西云母提锂产业链的核心支撑，更是其国内资源自主可控布局的战略压舱石。**公司于 2024 年 12 月通过孙公司宜春盛源以 25.1 亿元竞得江西金子峰锂云母矿采矿权，并于 2025 年 3 月取得采矿证。截至 2025 年 8 月 31 日，金子峰云母矿锂矿资源量矿石量 5.4673 亿吨，Li2O 量 168.6034 万吨，平均品位 0.31%，折 LCE 约 417 万吨。公司计划金子峰云母有望于 2027 年上半年建成并于下半年实现采选矿生产，基于证载规模 900 万吨/年，结合 0.31%氧化锂品位，考虑收率，预计满产后产能水平有望达 4-5 万吨 LCE/年。为提升资源利用效率与安全生产水平，公司于永兴材料于 2026 年 6 月 22 日签署《增资暨合作协议》，公司子公司盛源锂业将以其持有的江西金子峰云母矿对花桥矿业（永兴材料控股子公司花桥永拓的全资子公司）进行增资。盛源锂业将以其持有的金子峰矿按 26.92 亿元作价出资至花桥矿业，认购花桥矿业新增注册资本 2 亿元，取得本次增资完成后 50%的股权。同时，为满足《新矿业法》要求，后续花桥矿业将本身体内的白市化山瓷石矿同金子峰矿两个矿业权合并成新矿权，并以此申请 1800 万吨/年开采规模的安全生产许可及其他相关手续。另外，花桥永拓和盛源锂业将按照原来化山矿和金子峰矿界限范围，获得相应的矿石开采量包销权。**一方面，公司持续推进金子峰项目建设有望接力尼日利亚成为下个阶段公司的核心量增保障，并且配套江西奉新时代 3 万吨电池级碳酸锂产线；另一方面，在当下资源保护主义抬头背景下，国内资源更高度自主可控。**

- **四川容须卡南锂矿：**为强化国内资源布局，公司于 2025 年通过子公司四川天华竞拍获得四川省甘孜州道孚县容须卡南锂矿勘查探矿权，目前仍处积极推进勘探工作阶段。

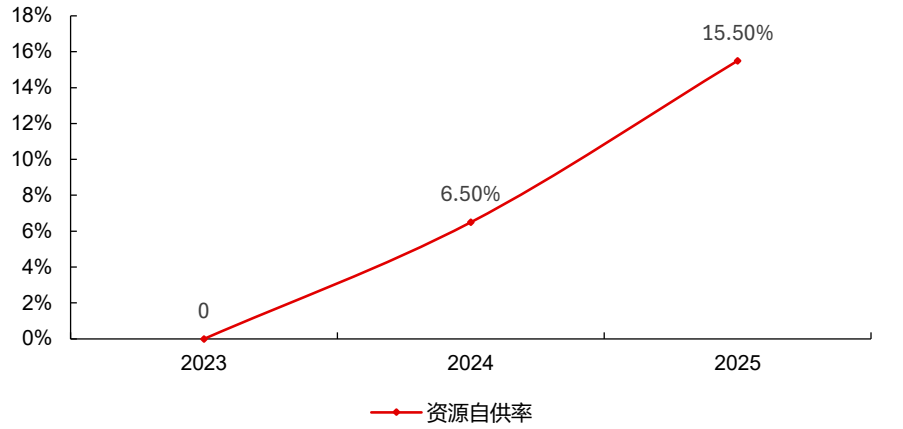
- **刚果金 Tantale 锂矿：**继前期的 Manono 锂矿，公司再度于刚果金布局锂矿资源开发，于 2025 年取得了刚果金坦噶尼喀省 Tantale 锂矿的矿权（公司持股 37.1%）。第一期勘查探获矿权范围内资源矿石量达 2500 万吨，氧化锂品位 1.36%，折 LCE 约 84 万吨，开发前景良好，未来有望成为公司海外高品质锂精矿的重要供应来源。

表 3：公司主要锂矿资源情况梳理，资源布局加速扩张

矿山	取得权益年份	采矿/勘探权权益	地区	资源类型	锂储量（百万吨 LCE）	品位
Zulu 锂云母	2022	13.38%	津巴布韦	锂云母	0.46	0.54%
Ogapa 锂矿	2024	37.5%	尼日利亚	锂辉石	0.4	1.3%
金子峰锂云母	2025	55%	中国江西	锂云母	4.17	0.31%
容须卡南锂矿	2025	93.3%	中国四川	锂辉石	-	-
Tantale 锂矿	2025	37.1%	刚果金	锂辉石	0.8	1.4%

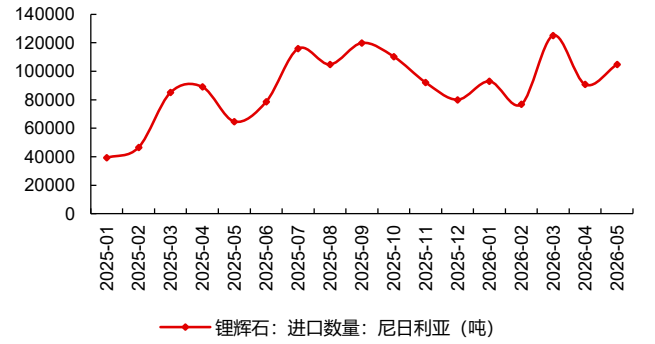
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：2024-2025 年公司自有矿资源自供率明显提升，预计 2026 年有望进一步提高



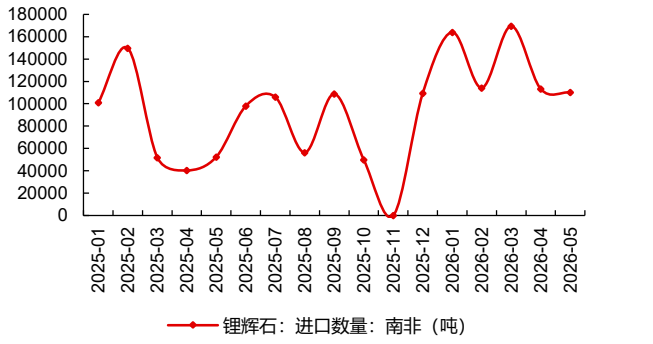
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：2026 年开始，尼日利亚进口到国内的锂辉石矿量有所增加



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 7：2026 年开始南非进口到国内的锂辉石矿量明显增加



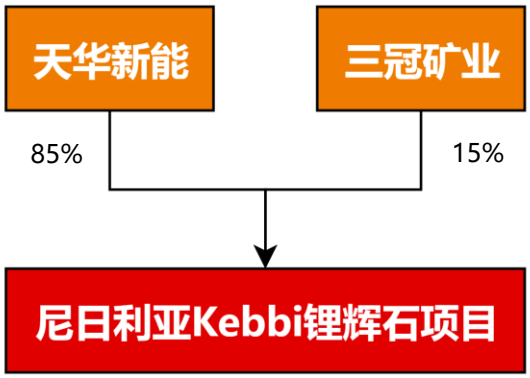
资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 8：尼日利亚 Ogapa 锂矿项目周边环境稳定，生产运营稳健



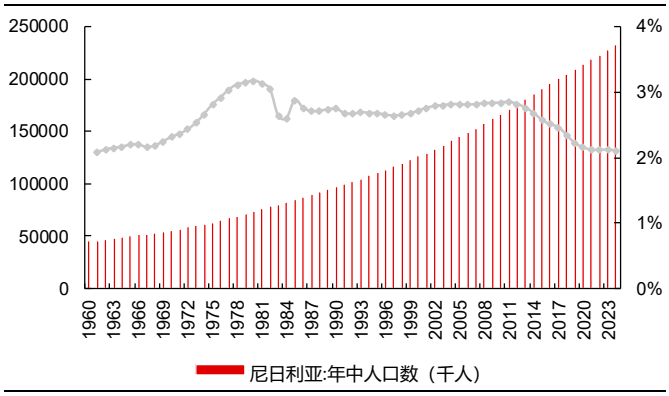
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：公司持有尼日利亚 Kebbi 锂矿项目 85%股权



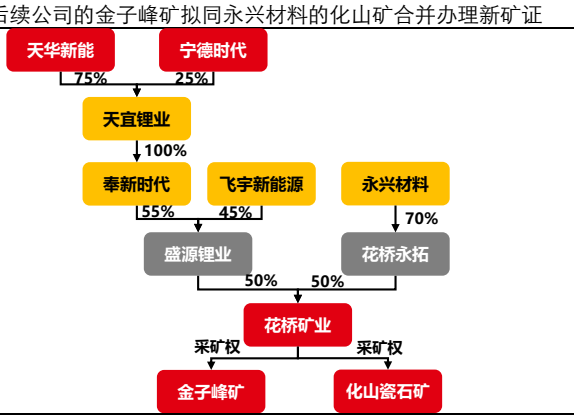
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：尼日利亚劳动力资源丰富



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：后续公司的金子峰矿拟同永兴材料的化山矿合并办理新矿证



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 4：江西省奉新县金子峰—宜丰县左家里矿区陶瓷土（含锂）矿《采矿许可证》

指标	具体情况
采矿权人	宜春盛源锂业有限责任公司
开采方式	露天开采
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 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）

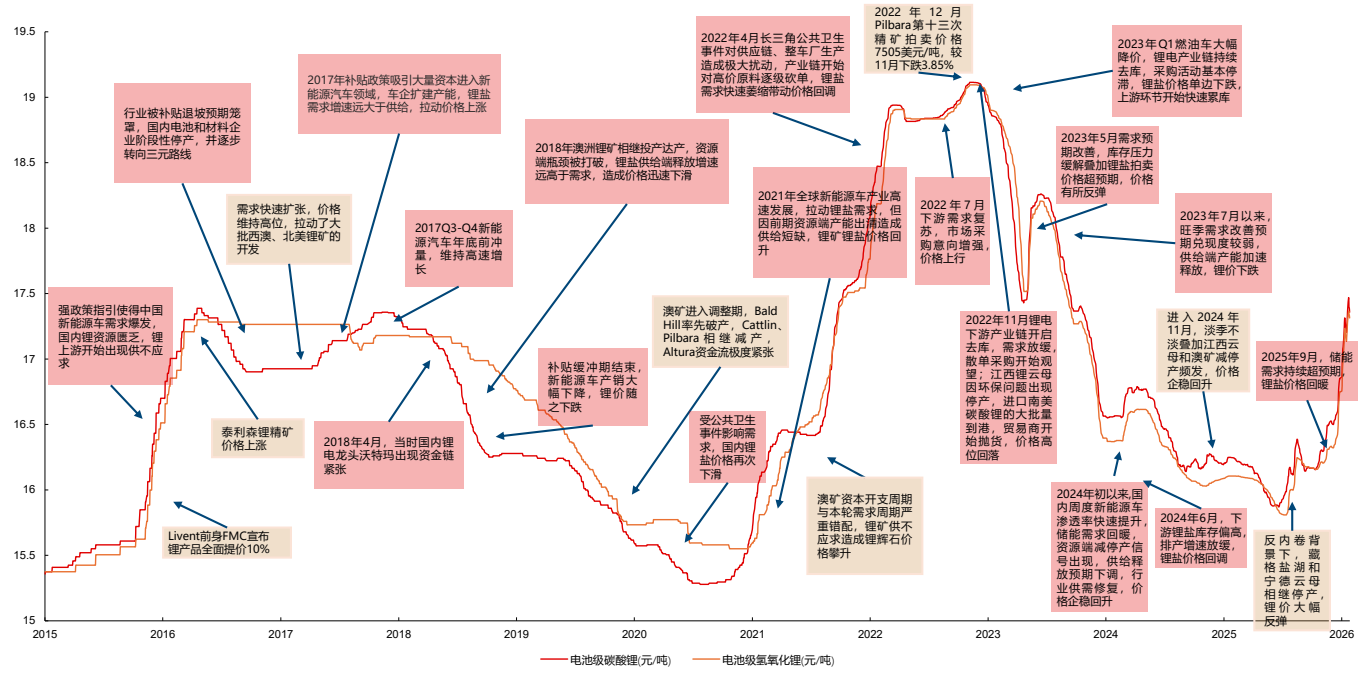
资料来源：公司公告，长江证券研究所

注入海外资源收购平台天华时代。公司也于 2025 年 9 月从实控人裴振华先生手中收购其苏州天华时代新能源产业投资公司 75%股权，天华时代作为聚焦海外锂矿资源投资与开发的核心标的，本次收购将助力公司长远资源布局和未来经济效益提升。为保障锂盐生产以及产线扩张，除自有矿山加速布局外，公司也与海外多家头部矿企均签署长期供应协议，持续提升公司上游资源供应的稳定性。

锂电需求增速再起，供需错配锂价步入上行周期

需求预期持续强化+供给增速确定性下滑，2026-2027 两年锂行业迎来确定性供需缺口，锂价开启上涨周期。需求端：储能需求景气高增叠加动力需求稳步增长，整体终端增速大幅上修，并且固态电池的产业化进程加速进一步强化中长期行业景气预期。**供给端：**历经 2023-2025 近三年价格下跌，财务状况持续恶化叠加盈利预期趋弱导致国内外锂资源企业均大幅降低资本开支力度，新增产能项目数量愈发减少。尽管自 2025 年 7 月开始锂价持续上涨，但由于前期的疤痕效应以及海外资源开发不确定性风险，矿企加大资本开支找矿或扩产的意愿仍需更高的锂价刺激风险偏好。**基于确定性的供需短缺格局以及可观的价格高度，公司作为本轮量增弹性前列的资源龙头，随新增项目产能落地投放，量价共振有望大幅提振盈利水平。**

图 12：储能需求爆发叠加锂价下行锂供给资本开支持续低迷，锂行业迎来供需错配新周期，锂价自 2025 年下半年正式反转



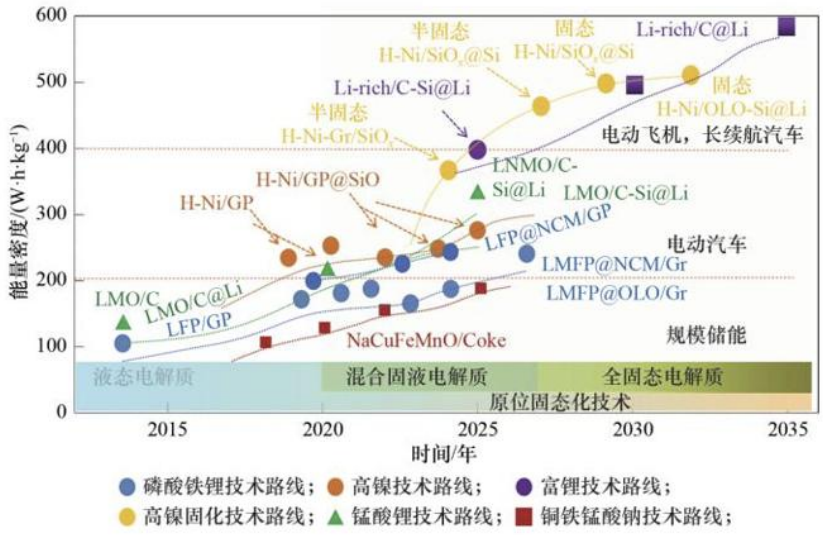
资料来源：SMM，长江证券研究所

固态材料：延伸固态电池材料，多技术路线卡位技术革新

基于上游资源优势，公司延伸至固态电池材料，多技术路线并行落子下一代技术革新。基于与宁德时代在全固态电池领域的深度战略协同，公司在正极材料与电解质原料两大关键环节前瞻布局，有望在下一代电池技术迭代中率先卡位核心供应链。在技术路径选择上，公司采取多元化策略以规避单一路线风险，依托子公司江苏宜锂与埃米特，构建了覆盖多技术体系的固态电池正极材料产品矩阵，目前研发进度处于行业领先地位。

- **高镍/中镍三元正极与高电压钴酸锂：**江苏宜锂始终聚焦解决行业内对于高容量、高安全、长循环、极致性价比的需求，开发了中镍高电压三元正极、高镍高电压三元正极、O3 相钴酸锂和 4.65V O2 相钴酸锂等产品，多款产品达到了量产状态，链接了液态、混合固液态和全固态电池体系客户，适用于液态体系的安全性改善、高比能混合固液态体系和固态体系等多种场景。
- **富锂锰基与尖晶石镍锰酸锂：**子公司埃米特主要研发富锂锰基和尖晶石镍锰酸锂这两类高电压锰基正极材料，通过独特的掺杂、包覆、结构和缺陷调控技术，所开发的富锂锰基和尖晶石镍锰酸锂正极材料在克容量、循环寿命、高低温适用性、安全性等方面均有良好的表现，已经给多家客户送样并获得合格的评价结果，实现了部分产品销售。
- **高电压钴酸锂：**开发了 O3 相和 4.65V O2 相钴酸锂，适用于高端消费电子固态电池场景，进一步丰富了产品矩阵。

图 13：从液态到全固态电池的技术发展路线

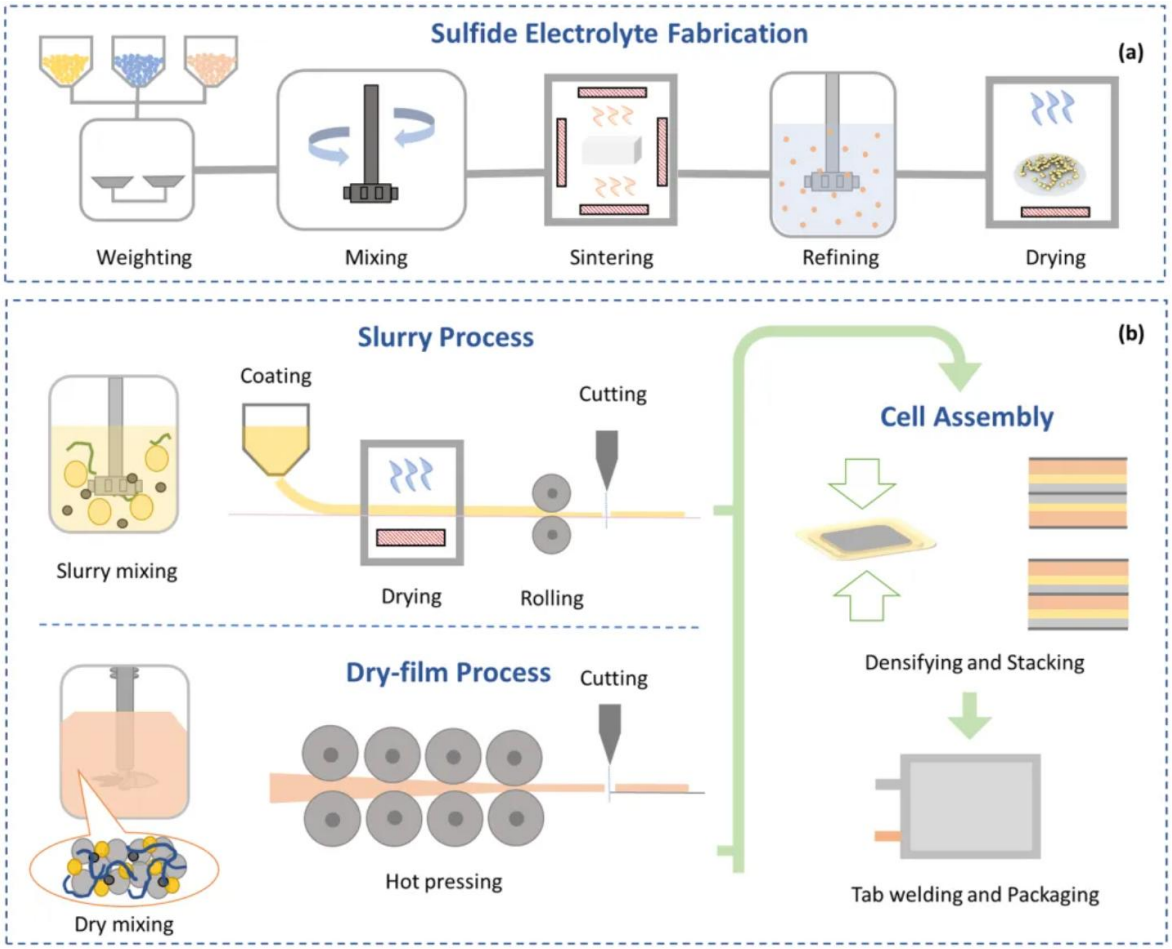


资料来源：公司公告，《固态电池关键材料体系发展研究》李泓、陈立泉，长江证券研究所

在全固态电池的三大路线（聚合物、氧化物、硫化物）中，硫化物电解质因其极高的离子电导率被宁德时代等巨头视为终极方案。而硫化锂（Li2S） 是合成硫化物电解质不可或缺的关键前驱体，其纯度和成本直接决定了固态电池的性能与商业化可能。

硫化锂的合成极难，对除杂和除水要求极高。公司已掌握了从实验室到规模化生产的全套工艺技术。通过采用低成本的锂盐和硫盐作为原料，公司设计了独特的短流程工艺，成功制备出纯度达到 99.9% 的电池级硫化锂。该产品杂质（异原子）含量极低，能有效提升电解质的稳定性。公司投资者交流显示，已将硫化锂样品送至硫化物固态电解质头部企业进行验证，反馈良好。目前项目正处于推动进一步放量的关键阶段，一旦下游固态电池进入试产，公司有望凭借技术卡位成为核心一供。

图 14：硫化物电解质及电池制备过程



资料来源：《Industrialization Challenges For All Solid State Battery》Yujing Wu 等，长江证券研究所

防静电与医疗：被低估的经营压舱石

市场常聚焦于公司锂电业务的高贝塔弹性，却低估了防静电与医疗两大基石业务的防御属性。作为穿越周期的“压舱石”，防静电与医疗两大业务凭借高客户粘性与弱周期特征，持续贡献稳定的经营性现金流。在 2023-2025 年锂价下跌周期，其有效的业绩对冲与资金补给构筑了公司极具韧性的安全垫，支撑公司应对产业周期波动。

公司在防静电超净与医疗器械细分领域均确立了龙头地位。防静电产品深度切入液晶显示、半导体等高端制造供应链；医疗器械（注射器）产品则建立了稳固的院内准入与海外出口渠道。

虽然传统业务在营收体量上已不再主导，但其战略意义在于“防御韧性”。在锂业周期的极端低谷期，医疗与超净业务长年稳定的 2-3 亿毛利润足以覆盖公司的核心管理成本与财务费用，构筑了公司在行业洗牌期避免报表亏损的最后一道防线。这种非相关性的现金流组合，赋予了天华新能优于纯锂电标的的经营韧性。



图 15：静电与微污染防控解决方案



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 16：公司主要医疗器械产品为各类“智慧式”注射器



资料来源：公司官网，长江证券研究所

投资建议：资源冶炼增量显著，加码固态材料拓宽成长

站在本轮锂电新需求周期的起点，公司又将迎来资源、材料加速释放的再成长，锂再迎上行周期，公司有望享受高量增弹性带来的业绩成长，锂盐龙头有望凭借过往积淀迎来二次蜕变。 1）深度绑定宁德时代，交叉持股双向赋能；2）锂资源布局即将迎来放量高速期，量增弹性和远期规模兼备，尼日利亚锂矿进入量增放量周期，江西金子峰云母体量优势明显，项目规划加速，远景四川、刚果金资源储备丰厚；3）加码固态正极材料和硫化锂原料，受益于固态电池应用落地加速。预计公司 2026-2028 年归母净利润约 54.22、83.75、90.58 亿元，对应 PE 为 14X、9X、8X。

风险提示

1、新能源需求疲弱。目前，新能源汽车销量对政府补贴、充电网络建设、汽车上牌政策等仍有一定依赖性，若相关政策发生调整或不能实际落地将对上游行业需求产生不利影响，进而金属价格或有大幅下跌可能。

2、项目投产推迟。尽管目前公司在建项目进展比较顺利，但是仍然需要考虑水电交通等问题，有可能导致后续投产不及指引预期。

3、海外资源开发不确定性。公司部分锂资源位于非洲，在当前资源保护主义抬头背景下，若当地存在地缘政治摩擦以及内部格局动荡风险，实际开发进程可能受到影响。

4、盈利预测不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息作了一系列假设。我们预计伴随公司自有资源的逐步投产以及锂价的上涨，公司 2026~2028 年营收 190.8、257.0、301.2 亿元，增速 152.8%、34.7%、17.2%；毛利率对应 44.7%、49.2%、44.3%，归母净利润 54.22、83.75、90.58 亿元，增速 1248%、54.5%、8.2%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若项目投产进度不及预期，或锂价上涨幅度不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2026~2028 年公司营业收入同比增速分别为 93.5%、34.3%、15.1%；毛利率对应 38.5%、42.4%、36.4%，则对应测算归母净利润 34.07、53.16、53.57 亿元，增速 747.2%、56.0%、0.8%。

表 5：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

指标	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	190.8	257.0	301.2	146.1	196.25	225.9
——yoy	152.8%	34.7%	17.2%	93.5%	34.3%	15.1%
毛利率	44.7%	49.2%	44.3%	38.5%	42.4%	36.4%
归母净利润	54.22	83.75	90.58	34.07	53.16	53.57
——yoy	1248%	54.5%	8.2%	747.2%	56%	0.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

根据香港地区相关监管规定及研究报告资讯披露要求，现就长江证券国际金融集团有限公司与报告中所述的公司之间的业务关系补充披露如下：

长江证券国际金融集团有限公司作为长江证券股份有限公司在香港设立的子公司，其下属持牌法团在过去十二个月内与报告中所述的公司存在投资银行业务关系。特此提示投资者注意相关潜在利益关联，并建议在阅读研究报告时结合该资讯进行独立判断及寻求专业意见。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**7549**	**19080**	**25700**	**30120**
营业成本	6453	10543	13047	16771
毛利	**1096**	**8537**	**12653**	**13349**
%营业收入	15%	45%	49%	44%
营业税金及附加	51	130	175	205
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	57	146	196	230
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	385	1049	1285	1205
%营业收入	5%	6%	5%	4%
研发费用	125	298	410	477
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	38	485	444	380
%营业收入	0%	3%	2%	1%
加：资产减值损失	-46	0	0	-1
信用减值损失	-123	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	206	397	590	670
营业利润	**544**	**7437**	**11359**	**12332**
%营业收入	7%	39%	44%	41%
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	**533**	**7437**	**11359**	**12332**
%营业收入	7%	39%	44%	41%
所得税费用	85	1240	1868	2037
净利润	448	6197	9491	10295
归属于母公司所有者的净利润	**402**	**5422**	**8375**	**9058**
少数股东损益	46	775	1116	1236
EPS（元）	**0.48**	**6.53**	**10.08**	**10.90**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**-322**	**4511**	**9467**	**8265**
取得投资收益收回现金	23	397	590	670
长期股权投资	-227	-273	-295	-276
资本性支出	-3345	-2225	-2196	-2335
其他	-127	0	0	0
投资活动现金流净额	**-3676**	**-2101**	**-1901**	**-1941**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1220	0	0	0
银行贷款增加（减少）	4186	1233	1461	1598
筹资成本	-607	-292	-351	-417
其他	65	0	0	0
筹资活动现金流净额	**4864**	**941**	**1110**	**1180**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**867**	**3350**	**8676**	**7505**

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3780	7130	15806	23311
交易性金融资产	311	311	311	311
应收账款	714	1963	1633	2604
存货	2287	4862	4241	7398
预付账款	1357	1681	2190	2887
其他流动资产	1612	2690	2199	3191
流动资产合计	**10061**	**18637**	**26381**	**39701**
长期股权投资	890	1163	1457	1733
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	5330	5728	5820	5820
无形资产	3207	4619	6250	7985
商誉	283	285	280	272
递延所得税资产	67	67	67	67
其他非流动资产	3255	2934	2626	2376
资产总计	**23092**	**33433**	**42881**	**57954**
短期贷款	3790	5023	6484	8081
应付款项	525	2277	1126	3125
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	118	205	259	326
应交税费	67	122	174	210
其他流动负债	778	1795	1335	2414
流动负债合计	**5277**	**9421**	**9378**	**14156**
长期借款	2009	2009	2009	2009
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	11	11	11
其他非流动负债	141	141	141	141
负债合计	**7439**	**11582**	**11540**	**16318**
归属于母公司所有者权益	11353	16774	25149	34208
少数股东权益	4301	5076	6192	7429
股东权益	**15653**	**21850**	**31342**	**41636**
负债及股东权益	**23092**	**33433**	**42881**	**57954**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.48	6.53	10.08	10.90
每股经营现金流	-0.39	5.43	11.40	9.95
市盈率	113.77	14.17	9.17	8.48
市净率	4.00	4.58	3.05	2.25
EV/EBITDA	48.76	9.33	5.82	4.96
总资产收益率	1.7%	16.2%	19.5%	15.6%
净资产收益率	3.5%	32.3%	33.3%	26.5%
净利率	5.3%	28.4%	32.6%	30.1%
资产负债率	32.2%	34.6%	26.9%	28.2%
总资产周转率	0.36	0.68	0.67	0.60

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。