

有色金属 | 能源金属
非金融|首次覆盖报告



2026 年 08 月 04 日

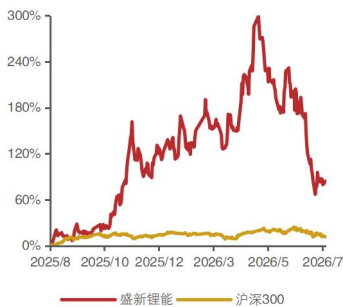
投资评级： 买入（首次）

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 08 月 03 日
收盘价（元）	28.71
一年内最高/最低（元）	63.13/15.31
总市值（百万元）	26,278.09
流通市值（百万元）	26,209.61
总股本（百万股）	915.29
资产负债率（%）	51.49
每股净资产（元/股）	11.73

资料来源：聚源数据

盛新锂能 (002240. SZ)

—木绒锂矿建设加速推进，锂资源自给率有望大幅提升

投资要点：

- 公司概况：** 公司是一家锂电新能源材料企业，主要业务为锂矿采选、基础锂盐和金属锂产品的生产与销售，主要产品为锂精矿、碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、金属锂。截至 2025 年末，公司建成锂盐产能 13.7 万吨/年，金属锂产能 500 吨/年。控股股东为盛屯集团，姚雄杰先生为实控人，比亚迪作为公司战略股东入股，实现与大客户绑定。
- 锂盐：产能持续扩张，实现海内外布局。** 公司在全球范围内建有锂产品生产基地，目前已建成锂盐产能 13.7 万吨/年，其中国内锂盐产能 7.7 万吨，印尼锂盐产能 6 万吨。伴随印尼锂盐产能投产放量，公司锂盐产销量有望稳步增长。2025 年公司与中创新航、华友控股签署长期供货协议，2026 - 2030 年合计锁定超 42 万吨锂盐，与大客户的稳定长协有望支撑公司锂盐未来产销量持续增长。
- 锂矿：木绒锂矿建设加速推进，锂资源自给率提升有望大幅降本。** 公司在全球范围内陆续布局锂资源项目，公司目前自产锂精矿主要来源于四川业隆沟锂矿和津巴布韦萨比星锂矿，锂精矿年产能分别为 7.5 万吨/29 万吨。公司目前正全力推动木绒锂矿建设，木绒锂矿平均品位 1.62%，原矿生产规模为 300 万吨/年，折碳酸锂当量约 7.5 万吨，项目投产后，公司自有锂精矿自给率有望大幅提升，公司锂盐成本有望大幅下降。
- 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 27.4/25.2/34.1 亿元，2026 年扭亏为盈，2027-2028 年同比增速分别为-7.8%/+35.2%，当前股价对应的 PE 分别为 9.6/10.4/7.7 倍；我们选取赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、雅化集团、天华新能和永兴材料等其他锂上市公司为可比公司。公司锂盐产能扩张有望逐步放量，同时公司木绒锂矿建设正加速推进，投产后公司锂资源自给率有望大幅提升，公司锂盐成本有望下降，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：** 项目建设进展不及预期风险；锂价大幅下跌风险；锂电需求增长不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,581	5,064	15,929	15,929	16,106
同比增长率（%）	-42.38%	10.54%	214.54%	0.00%	1.11%
归母净利润（百万元）	-622	-888	2,736	2,522	3,410
同比增长率（%）	-188.51%	-42.87%	408.12%	-7.84%	35.22%
每股收益（元/股）	-0.68	-0.97	2.99	2.76	3.73
ROE（%）	-5.17%	-8.66%	21.54%	16.85%	18.93%
市盈率（P/E）	-42.28	-29.59	9.60	10.42	7.71

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 27.4/25.2/34.1 亿元，2026 年扭亏为盈，2027–2028 年同比增速分别为–7.8%/+35.2%，当前股价对应的 PE 分别为 9.6/10.4/7.7 倍；我们选取赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、雅化集团、天华新能和永兴材料等其他锂上市公司为可比公司。公司锂盐产能扩张有望逐步放量，同时公司木绒锂矿建设正加速推进，投产后公司锂资源自给率有望大幅提升，公司锂盐成本有望下降，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

锂盐：公司主营产品是锂盐，伴随公司印尼 6 万吨锂盐产能逐步释放，公司锂盐产销量有望持续增长，我们假设公司 2026–2028 年锂盐销量分别为 10/12/13 万吨。伴随碳酸锂供需格局由过剩转向紧平衡甚至小幅紧缺，锂价重新进入上行周期，我们假设 2026–2028 年锂价分别为 18/15/14 万元/吨。

投资逻辑要点

木绒锂矿投产后，公司锂资源自给率提升有望大幅降低锂盐成本。公司正全力推动木绒锂矿建设，木绒锂矿原矿生产规模为 300 万吨/年，折碳酸锂当量约 7.5 万吨，项目投产后，公司自有锂精矿自给率有望大幅提升，公司锂盐成本有望大幅下降。

锂价处于上行周期，公司盈利弹性可期。碳酸锂供需格局转向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。

核心风险提示

- 1) 项目建设进展不及预期风险；
- 2) 锂价大幅下跌风险；
- 3) 锂电需求增长不及预期风险。

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 发展历程：业务由传统制造业向锂电新能源成功转型	5
1.2. 股权结构：盛屯集团为控股股东，比亚迪战略入股	6
1.3. 财务情况：盈利与锂价周期强相关	7
2. 锂盐：产能持续扩张，实现海内外布局	9
3. 锂矿：木绒锂矿建设加速推进，锂资源自给率提升有望大幅降本	10
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	13
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	16
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1： 盛新锂能发展历程	6
图表 2： 盛新锂能股权结构	6
图表 3： 公司 2020-2026Q1 营收及增速	7
图表 4： 公司 2020-2026Q1 归母净利润	7
图表 5： 2021-2025 年公司各产品营收	7
图表 6： 2021-2025 年公司各产品毛利	7
图表 7： 2021-2025 年公司锂盐毛利率	8
图表 8： 公司 2020-2025 年各项费用	8
图表 9： 公司 2020-2026Q1 各项费用率	8
图表 10： 公司锂盐生产基地和锂资源全球布局	9
图表 11： 公司 2020-2025 年锂盐产销量	10
图表 12： 公司 2021-2025 年锂盐销售均价和单吨成本	10
图表 13： 盛新锂能各锂矿资源量	10
图表 14： 公司锂精矿产量和库存量	11
图表 15： 国内锂盐企业资本开支见顶回落	12
图表 16： 2026-2028 年锂供给预测（万吨 LCE）	13
图表 17： 中国新能源汽车月度销量	13
图表 18： 中国新能源汽车单车平均带电量提升	13
图表 19： 中国储能电芯月度产量	14
图表 20： 中国磷酸铁锂月度产量	14
图表 21： 碳酸锂样本周度库存(吨)	14
图表 22： 碳酸锂供需平衡	15
图表 23： 公司盈利拆分与预测	16
图表 24： 可比公司估值表	16

1. 公司概况

公司是一家锂电新能源材料企业。公司主要业务为锂矿采选、基础锂盐和金属锂产品的生产与销售，主要产品为锂精矿、碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、金属锂。截至 2025 年末，公司建成锂盐产能 13.7 万吨/年，金属锂产能 500 吨/年。

1.1. 发展历程：业务由传统制造业向锂电新能源成功转型

初创与上市期：人造板主业阶段（1997 - 2015）。1997 年，公司前身梅州威华中纤板公司成立，主营中（高）密度纤维板的生产与销售、林木种植与销售。2008 年 5 月，公司在深交所上市，证券简称威华股份（002240），主业单一。

新能源转型起步期：盛屯入主与跨界锂业（2016-2019）。这一阶段公司实际控制人发生变更，业务边界从林木拓展至新能源材料。2016 年，公司通过增资控股致远锂业（锂盐）和万弘高新（稀土），正式切入锂盐、稀土等新能源材料领域。2017 年公司控股股东变更为盛屯集团，确立了向新能源转型的战略方向。2018 年，致远锂业首条 1.3 万吨锂盐生产线投产，锂盐业务开始贡献营收。2019 年，公司通过收购盛屯锂业 100% 股权，获得奥伊诺矿业 75% 股权，掌握四川金川业隆沟锂辉石矿，补齐上游锂矿采选环节，形成“锂矿+锂盐”初步一体化。

剥离旧业，聚焦锂电新能源（2020-2021）。公司加速出清传统业务，完成从“威华股份”到“盛新锂能”的身份重构。2020 年，公司出售人造板业务，彻底退出经营二十余年的纤维板主业，同年公司更名为盛新锂能，彰显聚焦锂电决心。2021 年出售稀土业务子公司万弘高新 51% 股权，剥离稀土业务，实现主业聚焦锂产业链。2020 年致远锂业 4.2 万吨锂盐产能全面建成，同时海外锂矿布局提速，2021 年公司收购津巴布韦萨比星锂矿（Max Mind 香港 51% 股权）、投资运营阿根廷 SDLA 盐湖项目、投资四川木绒锂矿。

锂盐锂矿产能加速扩张，与客户深度绑定（2022-至今）。2022 年，公司引入比亚迪为战略投资者，成为公司第二大股东，实现“股东+客户”战略绑定。遂宁盛新 3 万吨氢氧化锂产线建成，总锂盐产能突破 7 万吨。2023 年，津巴布韦萨比星矿山投产，海外锂精矿开始自给。2024 年，印尼盛拓 6 万吨锂盐产线建成，锂盐产能形成“四川+印尼”双基地格局。2024 年 10 月，四川木绒锂矿取得采矿权证（年产 300 万吨），后续通过股权收购逐步实现对其 100% 控股，夯实国内高品位锂矿储备。2025 年，公司与中创新航、华友控股签署长期供货协议，2026-2030 年合计锁定超 42 万吨锂盐。



图表 1：盛新锂能发展历程

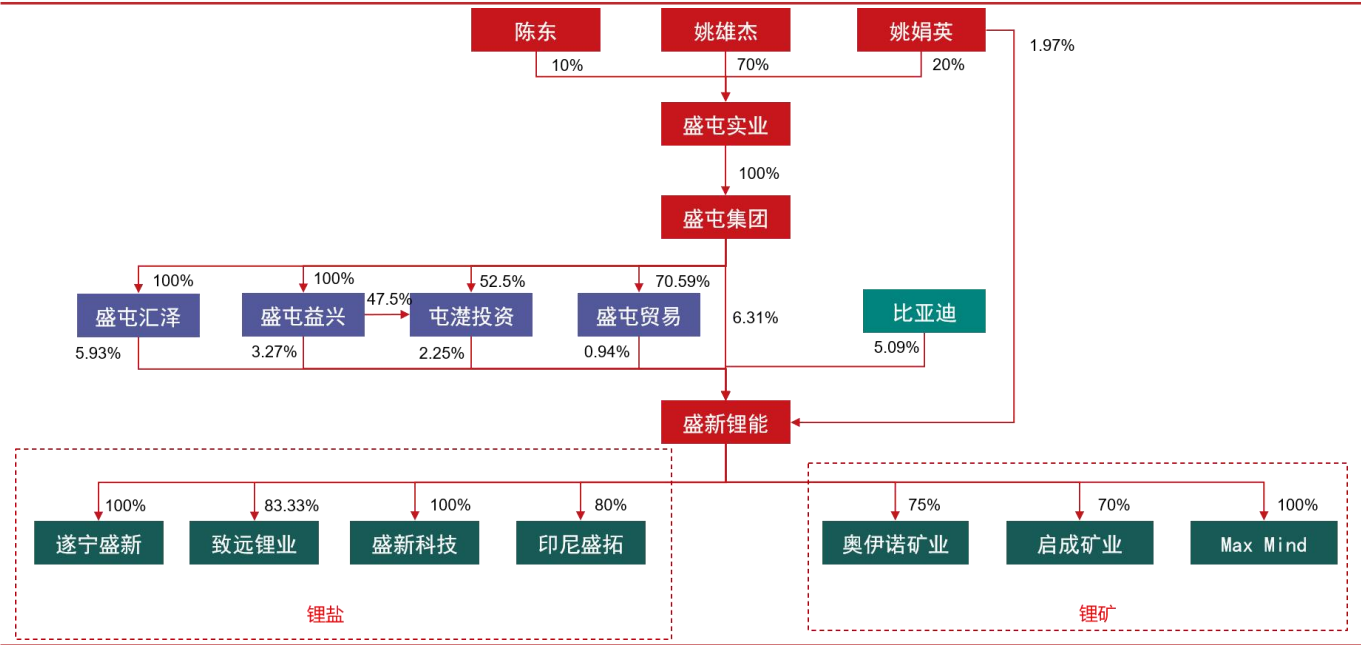


资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

1.2. 股权结构：盛屯集团为控股股东，比亚迪战略入股

控股股东为盛屯集团，姚雄杰先生为实控人。截至 2026 年一季报，公司控股股东为盛屯集团，盛屯集团直接持有公司股份 6.31%，通过其他控股公司间接持有公司股份约 12.11%，盛屯集团合计持有公司股份约 18.42%。穿透后，实控人姚雄杰先生持有公司股权比例约为 12.90%，比亚迪作为公司战略股东持有公司股权比例为 5.09%。截至 2025 年年报，公司旗下锂盐子公司和锂盐年产能分别为：遂宁盛新（3 万吨），致远锂业（4.2 万吨），盛新科技（1 万吨），印尼盛拓（6 万吨）；锂矿子公司包括：奥伊诺矿业（奥伊诺锂矿）、启成矿业（木绒锂矿）、Max Mind（津巴布韦萨比星锂矿）。

图表 2：盛新锂能股权结构



资料来源：wind，华源证券研究所

注：参控股公司股权比例截至 2025 年报，其他数据截至 2026 年一季报

1.3. 财务情况：盈利与锂价周期强相关

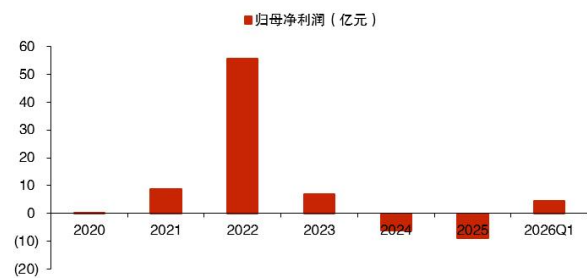
公司盈利波动性大、周期性强，与锂价周期相对应。公司主营产品为锂盐，盈利水平与锂价相关度高，上一轮锂价上行周期中，2022 年锂价一度涨至最高 56.8 万元/吨，公司盈利能力显著提升，全年归母净利润创历史新高，2022 年公司实现归母净利润 55.5 亿元，同比增长 541%。后续伴随碳酸锂供需格局由短缺转向过剩，锂价也从高位大幅回落，2024 和 2025 年分别亏损 6.2/8.9 亿元。伴随锂价进入新一轮上行周期，公司盈利有望大幅改善，2026 年上半年公司预计实现归母净利润 10-12 亿元，同比大幅扭亏，单 Q2 预计实现归母净利润 5.4-7.4 亿元，环比增长 16%-59%。

图表 3：公司 2020-2026Q1 营收及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

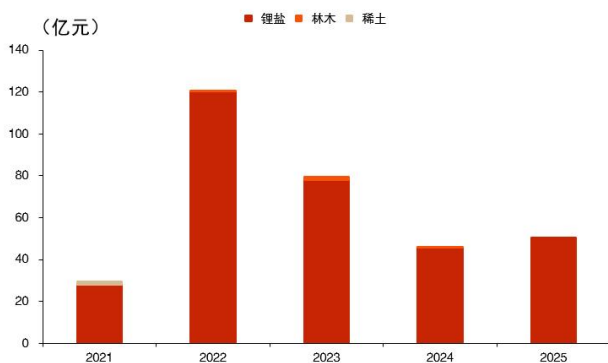
图表 4：公司 2020-2026Q1 归母净利润



资料来源：wind，华源证券研究所

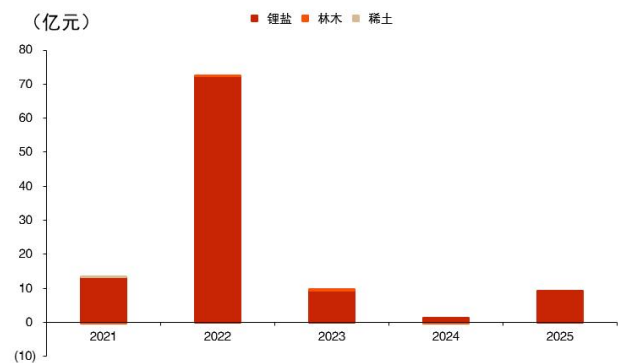
公司营收和利润来源于锂盐。自林木和稀土业务剥离后，公司营收和利润全部来源于锂盐。2025 年公司锂盐营收 50.64 亿元，毛利 9.29 亿元，均占公司整体营收和毛利的 100%。

图表 5：2021-2025 年公司各产品营收



资料来源：ifind，华源证券研究所

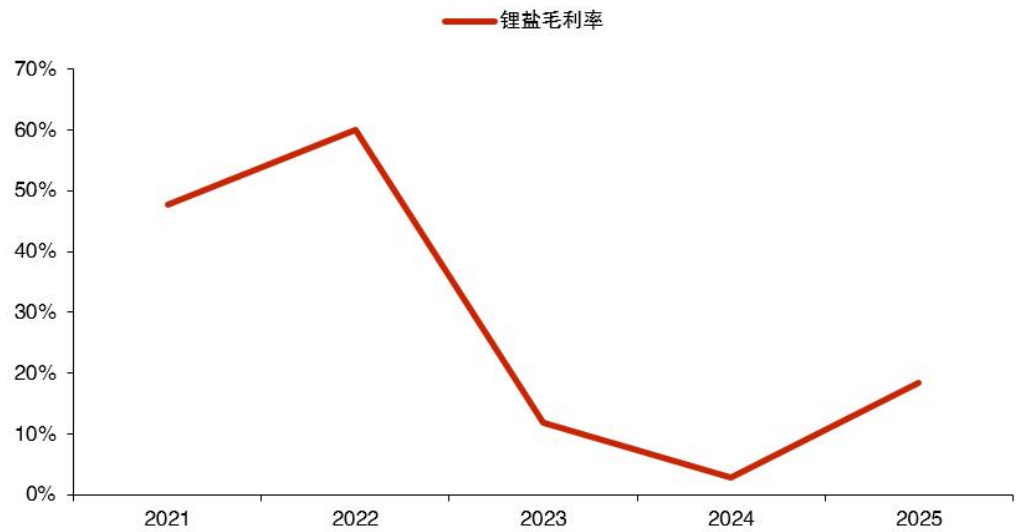
图表 6：2021-2025 年公司各产品毛利



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司锂盐毛利率受锂价影响，呈周期性波动。锂价上行周期中，公司锂盐产品毛利率较高，2022 年公司锂盐毛利率为 60%，锂价下行周期中，公司锂盐产品毛利率较低，2024 年公司锂盐产品毛利率一度跌至 3%，2025 年回升至 18%。伴随公司锂资源自给率提升，锂盐成本下降，公司在锂价上行周期中的锂盐产品毛利率有望提升。

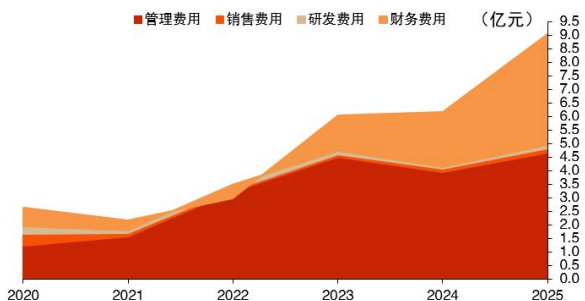
图表 7：2021-2025 年公司锂盐毛利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

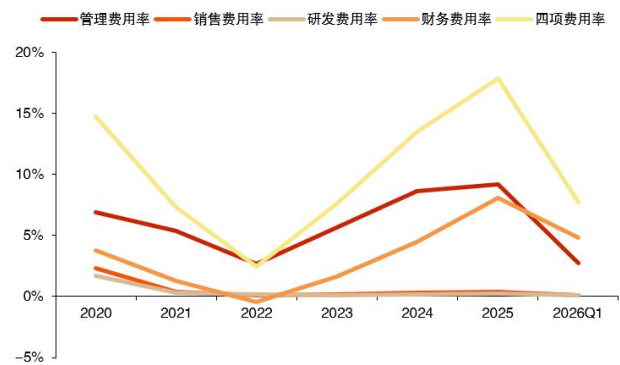
公司主要费用为管理费用和财务费用。2022-2025 年公司管理费用/销售费用/研发费用/财务费用平均年度金额为 4.1/0.1/0.1/1.7 亿元，四项费用合计平均 6.1 亿元。2026Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 2.7%/0.1%/0.1%/4.8%，四项费用率合计 7.7%。

图表 8：公司 2020-2025 年各项费用



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：公司 2020-2026Q1 各项费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 锂盐：产能持续扩张，实现海内外布局

公司在全球范围内建有锂产品生产基地，截至 2025 年末，公司已建成锂盐产能 13.7 万吨/年和金属锂产能 500 吨/年。

1) **致远锂业**：位于四川省德阳市绵竹德阿生态经济产业园，已建成产能为年产 4.2 万吨锂盐（其中碳酸锂 2.5 万吨、氢氧化锂 1.5 万吨、氯化锂 2,000 吨）。

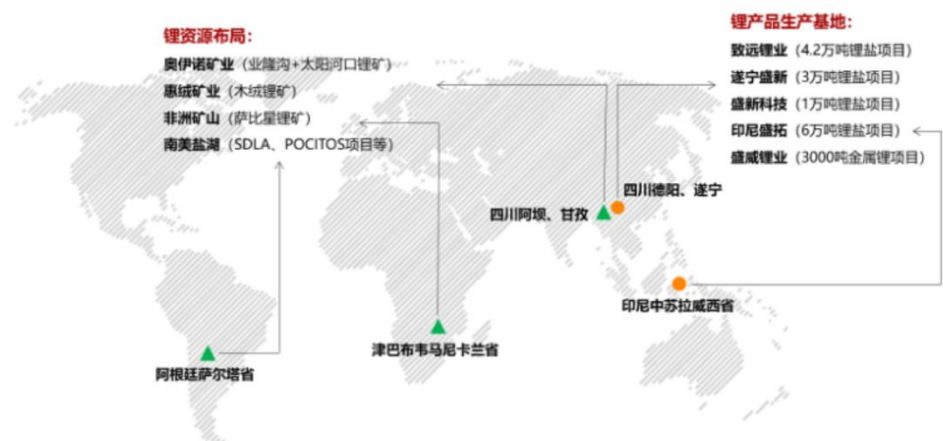
2) **遂宁盛新**：位于四川省遂宁市射洪经济开发区锂电产业园，已建成产能为年产 3 万吨锂盐（全部为柔性生产线，可根据客户需求生产碳酸锂或氢氧化锂）。

3) **盛新科技**：位于四川省遂宁市射洪经济开发区锂电产业园，规划产能为年产 1 万吨锂盐，利用盐湖锂资源原料生产电池级碳酸锂或氯化锂，其中一期 5,000 吨产能已建成投产。

4) **印尼盛拓**：位于印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县莫罗瓦利工业园（IMIP），已建成产能为年产 6 万吨锂盐。

5) **盛威锂业**：位于四川省遂宁市射洪经济开发区锂电产业园，规划产能为年产 3,000 吨金属锂，目前已建成产能 500 吨。

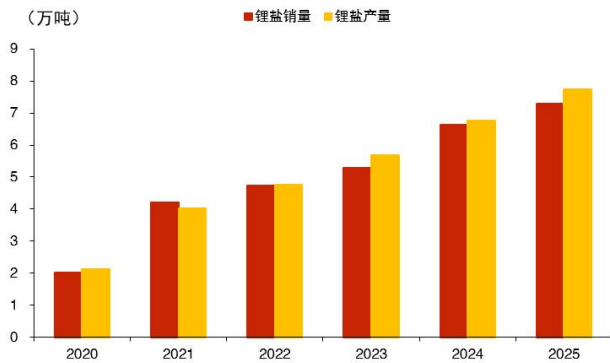
图表 10：公司锂盐生产基地和锂资源全球布局



资料来源：公司公告，华源证券研究所

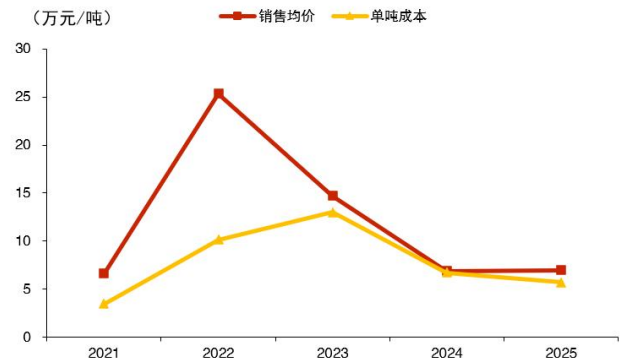
公司锂盐产销量稳步增长。伴随公司锂盐产能持续扩张，公司锂盐产销量实现稳步增长，公司锂盐销量由 2020 年 2.0 万吨增长至 2025 年 7.3 万吨，复合增速达 29%。**2025 年公司**与中创新航、华友控股签署长期供货协议，**2026 - 2030 年合计锁定超 42 万吨锂盐，或将支撑公司锂盐未来产销量持续增长。**受碳酸锂供需格局转向过剩影响，公司锂盐销售均价由 2022 年 25.4 万元/吨下降至 2025 年 7.0 万元/吨，锂盐单吨成本由 10.1 万元/吨下降至 5.7 万元/吨。伴随锂价重新进入上行周期，公司锂盐产品销售均价有望回升。

图表 11：公司 2020-2025 年锂盐产销量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：公司 2021-2025 年锂盐销售均价和单吨成本



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

3. 锂矿：木绒锂矿建设加速推进，锂资源自给率提升有望大幅降本

公司在全球范围内陆续布局锂资源项目，既有硬岩矿山项目，也有盐湖提锂项目。

1) **四川业隆沟锂矿**：奥伊诺矿业在川西地区的金川县拥有业隆沟锂辉石矿采矿权和太阳河口锂多金属矿详查探矿权，其中业隆沟锂辉石矿已查明 Li_2O 资源量 16.95 万吨，平均品位 1.34%，项目已于 2019 年 11 月投产，原矿生产规模 40.5 万吨/年，可生产锂精矿约 7.5 万吨/年。

2) **津巴布韦萨比星锂矿**：Max Mind 津巴布韦拥有位于津巴布韦萨比星锂矿项目总计 40 个稀有金属矿块的采矿权证，其中 5 个矿权的主矿种 Li_2O 资源量 8.85 万吨，平均品位 1.98%，为当地锂矿品位最高的在产矿山，项目已于 2023 年 5 月投产，原矿生产规模 99 万吨/年，可生产锂精矿约 29 万吨/年，其他 35 个矿权处于勘探阶段。

3) **木绒锂矿**：惠绒矿业旗下的木绒锂矿已查明 Li_2O 资源量 98.96 万吨，平均品位 1.62%，为四川地区锂矿品位最高的矿山之一，矿山的设计生产规模为 300 万吨/年，矿山的大规模建设即将启动。

4) **阿根廷盐湖**：公司拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目的独立运营权，项目年产能为 2,500 吨碳酸锂当量；公司在阿根廷还投资了 Pocitos 等盐湖勘探项目，并积极推进其勘探工作。

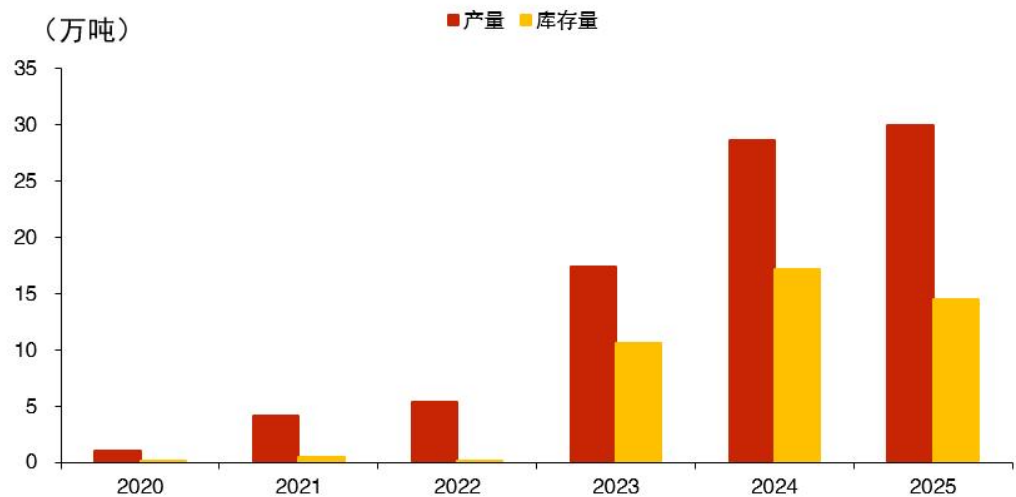
图表 13：盛新锂能各锂矿资源量

锂矿	Li_2O 资源量 (万吨)	Li_2O 品位	原矿产能 (万吨/年)	锂精矿产能 (万吨/年)	折碳酸锂产能 (万吨/年)	状态
业隆沟锂矿	16.95	1.34%	40.5	7.5	0.9	在产
萨比星锂矿	8.85	1.98%	99	29	3.6	在产
木绒锂矿	98.96	1.62%	300			即将启动建设
SDLA 盐湖					0.25	在产

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司自有锂精矿产量持续提升。公司目前自产锂精矿主要来源于四川业隆沟锂矿和津巴布韦萨比星锂矿，2023 年萨比星锂矿投产后，公司自有锂精矿产量大幅提升，由 2020 年 1.1 万吨提升至 2025 年 30.0 万吨。

图表 14：公司锂精矿产量和库存量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

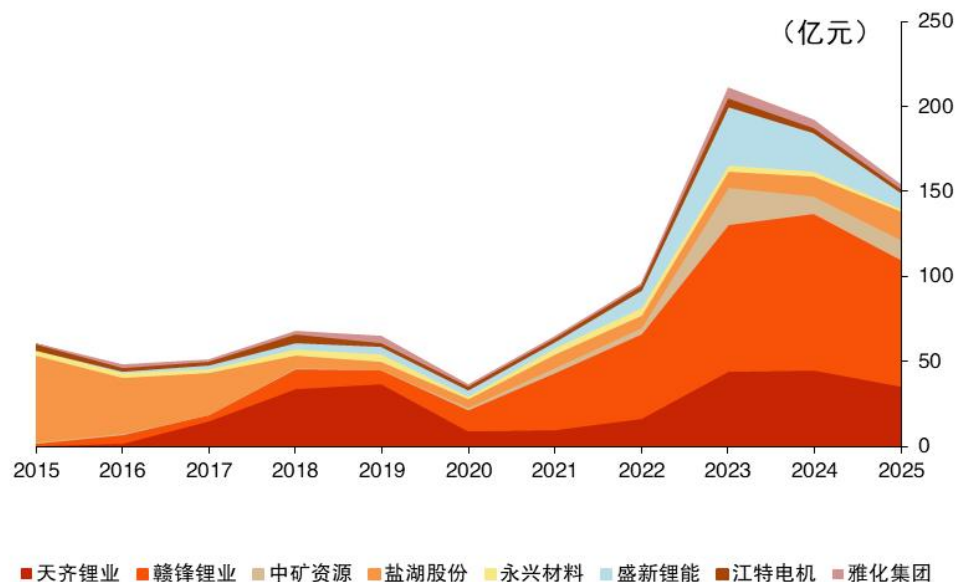
公司实现木绒锂矿全资控股，目前正加速建设，投产后公司锂资源自给率有望大幅提升。2026 年 2 月，公司全资子公司盛屯锂业以现金 12.6 亿元收购厦门创益持有的惠绒矿业 13.93% 股权，收购完成后，公司实现惠绒矿业 100% 控股，从而实现对木绒锂矿 100% 控股。2026 年 4 月，惠绒矿业收到国家矿山安全监察局下发的《四川省雅江县木绒锂矿项目采矿工程安全设施设计审查意见书》，公司正全力推动木绒锂矿建设。木绒锂矿平均品位 1.62%，原矿生产规模为 300 万吨/年，折碳酸锂当量约 7.5 万吨，项目投产后，公司自有锂精矿自给率有望大幅提升，公司锂盐成本有望大幅下降。

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 15：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 220/268/308 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 16：2026-2028 年锂供给预测（万吨 LCE）

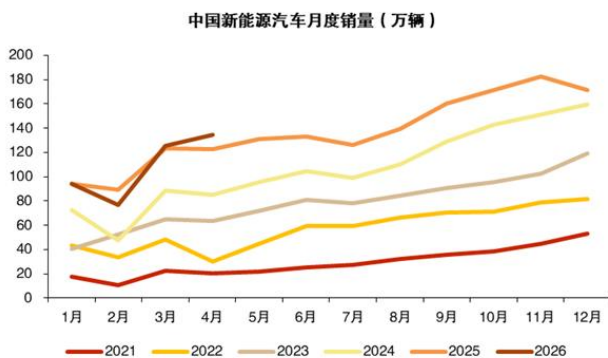
		2024	2025	2026E	2027E	2028E
锂辉石提锂	澳洲	43.4	48.7	57.0	66.2	65.2
	非洲	11.0	20.1	36.4	53.4	63.4
	巴西	4.3	7.1	10.2	11.2	12.8
	加拿大	2.1	2.5	3.0	3.0	3.0
	中国	4.8	7.0	13.8	14.9	19.9
	合计	65.6	87.2	120.4	148.7	164.4
云母提锂	中国	15.4	18.0	19.9	27.1	33.3
	合计	15.4	18	19.9	27.1	33.3
盐湖提锂	中国	12.9	14.75	20.7	26.9	34.9
	智利	26.7	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	173	220	268	308
增速			25%	28%	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

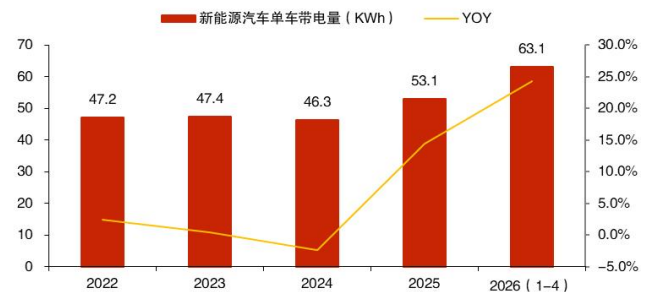
单车带电量提升叠加出口需求增加，电车需求对锂需求的拉动有望维持高增。2026 年 1-4 月中国新能源汽车销量 431 万辆，同比增长 0.2%，主要受 1-2 月数据拖累，当前单月销量同环比增长逐步修复，4 月销量 134 万辆，同比增长 10%，环比增长 7%。同时高油价下电车销量有望上修，我们预计 2026 年中国新能源汽车全年销量仍能维持 10%+增速。虽然新能源汽车销量增速相比前期高位有所下滑，但单车带电量同比大幅提升，2026 年 1-4 月新能源汽车单车平均带电量为 63.1kWh，同比增长 24.3%。出口方面，2026 年 1-4 月中国新能源汽车出口量为 138.5 万辆，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

图表 17：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 18：中国新能源汽车单车平均带电量提升

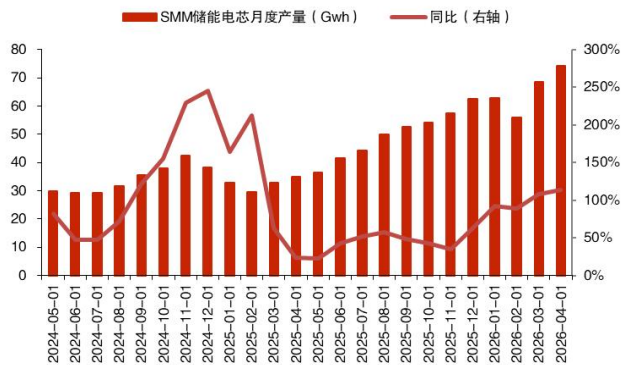


资料来源：乘联分会&科瑞咨询，华源证券研究所

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。

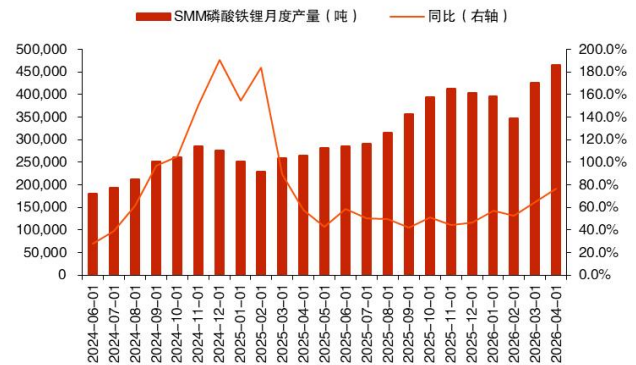
在储能需求增长超预期带动下，磷酸铁锂作为储能电芯正极材料，其排产也延续高增。2026 年 4 月磷酸铁锂产量 46.6 万吨，同比增长 76.4%，环比增长 9.3%。

图表 19：中国储能电芯月度产量



资料来源：smm，华源证券研究所

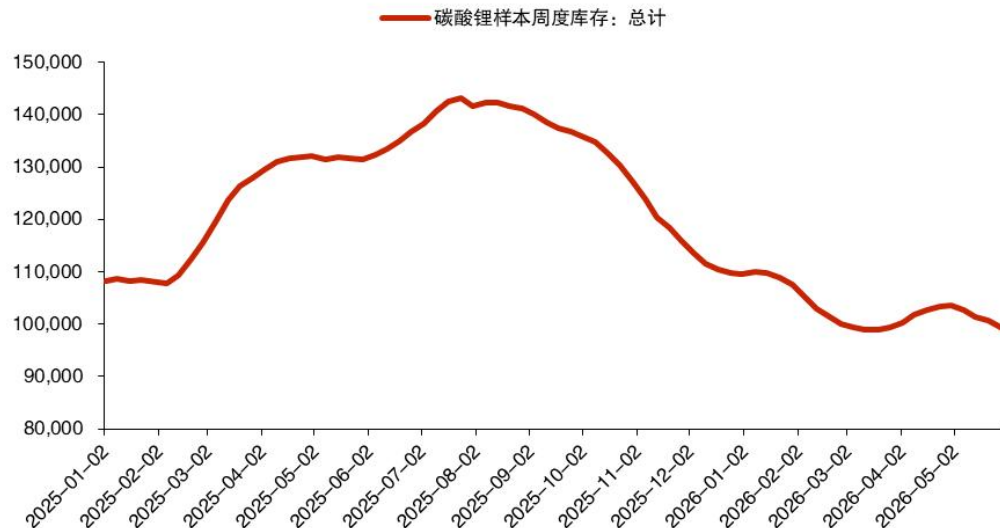
图表 20：中国磷酸铁锂月度产量



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 21：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 22：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

锂盐：公司主营产品是锂盐，伴随公司印尼 6 万吨锂盐产能逐步释放，公司锂盐产销量有望持续增长，我们假设公司 2026–2028 年锂盐销量分别为 10/12/13 万吨。伴随碳酸锂供需格局由过剩转向紧平衡甚至紧缺，锂价重新进入上行周期，我们假设 2026–2028 年锂价分别为 18/15/14 万元/吨。

图表 23：公司盈利拆分与预测

		单位	2025	2026E	2027E	2028E
锂盐	营业收入	亿元	50.64	159.3	159.3	161.1
	营业成本	亿元	41.35	112.4	114.3	106.9
	毛利	亿元	9.29	46.86	45.01	54.21
	毛利率	%	18%	29%	28%	34%

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 27.4/25.2/34.1 亿元，2026 年扭亏为盈，2027–2028 年同比增速分别为–7.8%/+35.2%，当前股价对应的 PE 分别为 9.6/10.4/7.7 倍；我们选取赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、雅化集团、天华新能和永兴材料等其他锂上市公司为可比公司。公司锂盐产能扩张有望逐步放量，同时公司木绒锂矿建设正加速推进，投产后公司锂资源自给率有望大幅提升，公司锂盐成本有望下降，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 24：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS		PE		26E	27E	28E
		2026/8/3	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
002460.SZ	赣锋锂业	50.40	3.31	4.00	4.89	15.2	12.6	10.3	
002466.SZ	天齐锂业	45.75	3.89	4.81	5.00	11.8	9.5	9.1	
002738.SZ	中矿资源	47.89	3.97	6.04	7.64	12.1	7.9	6.3	
002497.SZ	雅化集团	17.94	2.30	2.74	3.03	7.8	6.5	5.9	
300390.SZ	天华新能	54.30	5.73	7.50	8.63	9.5	7.2	6.3	
002756.SZ	永兴材料	46.35	4.14	5.04	6.80	11.2	9.2	6.8	
	平均值					11.3	8.8	7.5	

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) **项目建设进展不及预期风险。**公司目前正推进木绒锂矿建设，若项目建设进展不及预期，将影响公司自有锂矿的放量，公司锂盐产品降本速度将低于预期，从而影响公司业绩。

2) **锂价大幅下跌风险。**公司主营产品为锂盐，若锂价大幅下跌，公司盈利将受较大影响。

3) **锂电需求增长不及预期风险。**碳酸锂下游主要需求是锂电产业链，若锂电需求增长不及预期，锂价将下跌，从而影响公司业绩。

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	2,880	2,824	4,588	7,029
应收票据及账款	850	1,979	1,979	2,001
预付账款	287	1,660	1,660	1,679
其他应收款	274	735	735	744
存货	2,032	5,233	5,319	4,973
其他流动资产	700	2,229	2,229	2,254
流动资产总计	7,022	14,660	16,511	18,679
长期股权投资	960	934	909	883
固定资产	7,986	7,843	8,040	8,555
在建工程	523	1,181	1,458	1,346
无形资产	4,457	4,393	4,483	4,564
长期待摊费用	274	294	313	330
其他非流动资产	1,254	1,403	1,389	1,375
非流动资产合计	15,454	16,049	16,590	17,053
资产总计	22,476	30,709	33,101	35,732
短期借款	4,174	4,698	3,597	2,551
应付票据及账款	1,259	2,996	3,045	2,848
其他流动负债	2,819	5,154	5,214	4,935
流动负债合计	8,253	12,848	11,856	10,333
长期借款	2,152	3,255	4,303	5,298
其他非流动负债	464	464	464	464
非流动负债合计	2,616	3,719	4,767	5,762
负债合计	10,869	16,567	16,623	16,095
股本	915	915	915	915
资本公积	5,243	5,243	5,243	5,243
留存收益	4,091	6,544	8,804	11,860
归属母公司权益	10,250	12,702	14,962	18,019
少数股东权益	1,358	1,440	1,516	1,618
股东权益合计	11,608	14,142	16,478	19,637
负债和股东权益合计	22,476	30,709	33,101	35,732

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-967	2,587	2,481	3,411
折旧与摊销	812	931	1,010	1,116
财务费用	410	573	545	510
投资损失	194	-178	-53	-36
营运资金变动	6	-3,622	23	-205
其他经营现金流	494	256	131	114
经营性现金净流量	950	547	4,136	4,910
投资性现金净流量	-1,912	-1,372	-1,513	-1,556
筹资性现金净流量	1,588	770	-860	-914
现金流量净额	620	-56	1,764	2,440

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,064	15,929	15,929	16,106
营业成本	4,135	11,243	11,428	10,686
税金及附加	96	222	222	224
销售费用	18	42	42	43
管理费用	465	653	621	564
研发费用	11	27	27	27
财务费用	410	573	545	510
资产减值损失	-542	-161	-151	-142
信用减值损失	-121	-182	-182	-184
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-194	178	53	36
公允价值变动损益	-6	0	0	0
资产处置收益	-2	-3	-3	-3
其他收益	62	95	95	95
营业利润	-875	3,097	2,856	3,856
营业外收入	2	10	10	10
营业外支出	54	27	27	27
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-927	3,080	2,839	3,839
所得税	40	262	241	326
净利润	-967	2,818	2,598	3,513
少数股东损益	-79	82	76	102
归属母公司股东净利润	-888	2,736	2,522	3,410
EPS(元)	-0.97	2.99	2.76	3.73

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	10.54%	214.54%	0.00%	1.11%
营业利润增长率	-50.17%	453.79%	-7.80%	35.02%
归母净利润增长率	-42.87%	408.12%	-7.84%	35.22%
经营现金流增长率	-27.86%	-42.41%	656.03%	18.71%
盈利能力				
毛利率	18.35%	29.42%	28.25%	33.66%
净利率	-19.10%	17.69%	16.31%	21.81%
ROE	-8.66%	21.54%	16.85%	18.93%
ROA	-3.95%	8.91%	7.62%	9.54%
ROIC	-3.48%	22.75%	15.51%	19.41%
估值倍数				
P/E	-29.59	9.60	10.42	7.71
P/S	5.19	1.65	1.65	1.63
P/B	2.56	2.07	1.76	1.46
股息率	0.00%	1.08%	1.00%	1.35%
EV/EBITDA	122	7	7	5

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）。