

需求超预期，开启26-27年向上新周期

——碳酸锂专题

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793
2026年2月26日

- ◆ **供给：增量供给为非矿、澳矿、国内盐湖，增量多集中于26H2。**中性情况下，26年全球锂矿供给214万吨，新增44万吨，若津巴布韦锂精矿出口恢复低于预期，则实际新增更低；27年262万吨，新增48万吨；28年303万吨，新增41万吨。其中，26年增量主要来自：国内盐湖新增8.4万吨（麻米措、察尔汗、拉果措）、国内矿山6.6万吨（枧下窝复产、新疆红柳滩、党坝、加达、湘源矿）、海外盐湖6.9万吨（3Q、Mariana和CO）、澳矿的7.8万吨（泰利森和皮尔巴拉以及Marion等矿山达产）、非矿11.5万吨（中企产能打满，同时Manono、Sandawana、海南矿业爬坡，以及尼日利亚等增量），并且新增产能多集中26Q3。
- ◆ **供需：26全年偏紧，Q1和Q4最紧缺，Q2-3相对缓解，28年或过剩。**我们测算26年全球锂电需求2886GWh，增长30%，27年保持21%增长，叠加其他领域碳酸锂需求16万吨，合计26-28年碳酸锂需求预测210/250/285万吨。因此，中性供给预测下，不考虑补库需求，26年碳酸锂仅过剩4万吨，过剩比例为2%；2027年过剩11万吨，过剩比例为4%；2028年供需开始反转，预计过剩15万吨+。季度看，26Q1和Q4最为紧缺，Q2-Q3供给紧缺阶段性略微缓解，但26Q4将出现供给短缺。
- ◆ **价格：2年上行周期，储能经济性限制价格上限，合理价格中枢15万元/吨，不排除超涨至20万元/吨+。**碳酸锂价格5年一个周期，供需格局支撑26-27年价格上行，且截至26年1月22日碳酸锂库存仅10.9万吨，因此价格12万元/吨有支撑，价格顶受限于下游储能项目经济性。目前，碳酸锂及锂矿定价锚定期货和现货当月均价，调整速度较快。价格每上涨1万对应电芯成本上涨0.6分/wh，当碳酸锂15万元/吨，叠加中游涨价，电芯成本较底部上涨7-8分/wh，对应电芯报价0.38-0.4元/wh。而电池价格每涨2分，对应国内储能项目irr下降1pct，碳酸锂价格超过15万元/吨，预计20-30%比例项目受影响（电芯价格+8分，irr下降4pct，普通项目irr低于6%）。因此我们认为锂价合理中枢15万元/吨，但由于供给端不可控风险影响，会加剧紧缺，价格不排除超涨至20万元/吨+，且季节性看，Q1和Q4是高点，Q2-3阶段性震荡。
- ◆ **投资建议：看好碳酸锂2年价格向上周期。**剔除其他业务，核心碳酸锂标的，在15万元/吨价格下，当前看26年的权益资源利润对应PE估值10-15x。若考虑后续新投产能，看28-29年，15万元/吨碳酸锂价格下，对应PE估值5-10x，增量资源大的厂商仍有空间。看好具备优质资源且利润弹性较大的公司，推荐**赣锋锂业、中矿资源、永兴材料、盛新锂能、华友钴业、雅化集团、天齐锂业、藏格矿业**，关注**天华新能、大中矿业、国城矿业、盐湖股份**等。
- ◆ **风险提示：**需求不及预期 供给超预期 地缘政治风险 新技术迭代风险

- PART1 供给：核心为新增矿山达产进度，增量集中于26H2
- PART2 需求：动力稳健，储能加持，需求超预期
- PART3 价格：2年向上周期，上限取决于储能经济性
- PART4 个股弹性：看好自有资源大的龙头和弹性标的
- PART5 投资建议与风险提示

供给：核心为新增矿山达产进度，增量集中于26H2

- ◆ **中性情况下：**26年全球锂矿供给214万吨，新增44万吨；27年262万吨，新增48万吨；28年303万吨，新增41万吨。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。
- ◆ **增量主要来自：**国内盐湖（藏格的麻米措、盐湖的察尔汗、紫金的拉果措）、国内矿山（新疆红柳滩、国城的党坝、大中的加达和鸡脚山、盛新的木绒矿、紫金的湘源矿、永兴的化山瓷石扩产）、海外盐湖（紫金的3Q、赣锋的Mariana和CO）、澳矿（泰利森和皮尔巴拉扩产）、非矿（中矿、华友、雅化、盛新、赣锋产能打满，紫金的Manono、青山的Sandawana、海南矿业的Bougouni，以及尼日利亚天华等增量）。

表：2025-2030年碳酸锂供给测算（中性）

产量（万吨LCE）	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	17.6	26.0	30.8	32.7	36.8	38.6
国内辉石矿	6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
国内云母矿	15.5	17.8	26.0	30.6	36.1	38.1
国内供给合计	40.1	55.1	71.7	88.4	109.6	116.0
海外盐湖	43.6	50.5	54.4	62.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	55.4	62.9	65.6	67.3	70.0
非洲辉石矿	23.6	35.1	51.0	62.1	70.3	75.3
美洲辉石矿	5.8	6.2	7.6	7.7	9.5	12.2
海外供给合计	120.6	147.2	175.9	197.6	218.4	232.7
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	169.6	214.0	261.7	302.9	348.2	373.0
-新增	34.7	44.3	47.7	41.2	45.3	24.9

国内盐湖：进入放量期，麻米措和察尔汗贡献显著

- ◆ **国内盐湖26-27年增量明显：**中性情况下，预测国内盐湖25年生产17.6万吨，26年产量26万吨，贡献8.4万吨增量，且27年持续增长，产量可达到30万吨+，贡献4.7万吨增量。

表：国内盐湖碳酸锂产量中性情景下预测（万吨LCE）

公司	盐湖	公司持股（截至25年末）	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
西藏矿业	西藏扎布耶盐湖	50.72%（天齐锂业20%、比亚迪18%）	0.5	1.1	1.7	1.7	1.7
西藏城投	西藏结则茶卡盐湖	41%（藏格矿业通过藏青基金39%）	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4
西藏城投	西藏龙木错盐湖	41%（藏格矿业通过藏青基金39%）	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
藏格矿业	青海察尔汗盐湖铁路以东矿区 724.35平方公里	100%	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
藏格矿业	西藏阿里麻米错盐湖	26.95%		2.0	5.0	5.0	6.0
五矿有色	青海一里坪盐湖	51%（赣锋锂业49%）	1.2	1.2	1.2	2.0	2.0
盐湖股份	青海察尔汗盐湖	51.42%（科达制造43.58%）	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
		49.5%（比亚迪49%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
		100%	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0
		合计	4.5	8.0	8.0	8.0	8.0
青海汇信	青海察尔汗盐湖		0.5	2.0	2.0	2.0	2.0
青海泰丰先行锂能	青海东台吉乃尔盐湖	49.5%（西部矿业27%）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
中信国安	青海西台吉乃尔盐湖	100%	6.5	5.0	5.0	5.0	5.0
大华化工	大柴旦盐湖89平方公里	100%	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
中天硼锂	大柴旦盐湖		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
锦泰钾肥	巴伦马海湖	100%	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
金圆股份	捌仟错盐湖	51%	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
紫金矿业	拉果错盐湖	70%（紫金矿业70%，西藏盛源30%）	0.5	2.0	3.0	4.0	6.0
合计			17.6	26.0	30.8	32.7	36.8
新增			2.8	8.4	4.7	1.9	4.1

- ◆ **国内盐湖增量：**主要来自藏格的麻米措、盐湖的察尔汗、紫金的拉果措
- ◆ **西藏麻米措：**一期二期合计规划10万吨，其中一期26年8月投产，指引26年产能2-2.5万吨。达产后成本降至3-3.5万/吨。
- ◆ **青海察尔汗盐湖：**一是盐湖股份25年9月投产2万碳酸锂+2万吨氯化锂，当年贡献0.5万吨，预计26年贡献4万吨产量；二是，青海汇信25年2月投产2万吨碳酸锂，预计26年可打满生产2万吨。
- ◆ **紫金矿业：**拉果措盐湖1期25Q1投产，26年预计满产贡献2万吨，并且规划2期4万吨产能，计划26年年中建成。

图：国内盐湖主要增量供给（中性预测，万吨）

公司	盐湖	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	备注	现金成本 (万元/吨)
西藏矿业	西藏扎布耶盐湖	0.5	1.1	1.7	1.7	1.7	二期1.2万吨2023年11月机械完工，24年6月试生产，25年9月正式投产	4.2
藏格矿业	西藏阿里麻米错盐湖		2.0	5.0	5.0	6.0	拟分两期建设年产10万吨碳酸锂产能，一期5万吨26年8月建成	3.5
盐湖股份	青海察尔汗盐湖	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0	规划2万吨碳酸锂+2万吨氯化锂，25年9月正式投产	4.0
青海汇信	青海察尔汗盐湖	0.5	2.0	2.0	2.0	2.0	规划2万吨碳酸锂，25年2月正式投产	4.0
紫金矿业	拉果措盐湖	0.5	2.0	3.0	4.0	6.0	一期2万吨电池级碳酸锂2025Q1末正式投产，二期全部投产后6万吨产能，2期计划26年中建成	4.0

国内云母：26年增量供给有限，关注柘下窝复产进度

◆ **国内云母矿26年增量有限，27年增长明显：**中性情况下，预测国内云母25年生产15.5万吨，26年产量17.8万吨，贡献2+万吨增量，但27年增长提速，预计产量可达近26万吨，贡献8+万吨增量，且28年将持续提升。

图：国内云母供给预测（折合碳酸锂，万吨，中性情况下）

公司	矿山	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
永兴材料	化山瓷石矿	2.5	2.9	4.2	5.8	7.5
宁德时代	柘下窝矿区	5.3	4.5	8.2	9.1	9.1
国轩高科	白水洞高岭土矿	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	割石里矿区水南段瓷土矿	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
江特电机	宜丰县狮子岭矿	0.5				
	袁州区新坊钽铌矿	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	宜丰县茜坑锂矿		0.2	0.7	1.5	1.8
江西钨业	414矿	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
飞宇新能源	宜丰县花桥大港瓷土矿	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
鞍重股份	鼎兴矿业所持6处瓷土矿	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
科力远	同安瓷矿	0.3	0.5	1.0	1.0	1.0
赣锋锂业	加不斯钽铌矿	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
大中矿业	鸡脚山		0.1	1.2	2.4	6.0
紫金矿业	道县湘源硬岩锂多金属矿	0.0	2.0	3.1	3.1	3.1
合计		15.5	17.8	26.0	30.6	36.1

- ◆ **国内云母增量：**主要来自宁德的柃下窝、紫金의湘源矿、大中的鸡脚山
- ◆ **柃下窝：**柃下窝因相关手续办理及阶段性资源整合需求暂停生产，25年11月底已取得采矿许可证，正同步推进安全评价与环境影响评价工作，设计产能原矿3000万吨，对应LC 10万吨，预计26Q2有望实现复产，实现5万吨产量。
- ◆ **湘源锂矿：**产能500万吨 / 年采选与 3 万吨 / 年电池级碳酸锂，2025 年 12 月已正式投产，远期计划扩产至 1000 万吨 / 年采选、6 万吨 / 年碳酸锂。公司指引26年产量3万吨，我们中性预期下可贡献2万吨。
- ◆ **鸡脚山：**规划2000万吨开采规模，对应8万吨碳酸锂，采用自研新提锂技术，回收硫酸钾，对应单吨不含税成本3.5万元。我们预计26年9月投产一期0.5万吨，并启动二期3.5万吨，预计27年中投产；并且28年启动三期4万吨产能建设。公司指引26-27年产量0.2/2万吨，我们中性预期0.1/1.2万吨。

图：国内锂云母主要增量供给（中性预期，万吨）

公司	矿山	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	备注	现金成本 (万元/吨)
宁德时代	柃下窝矿区	5.3	4.5	8.2	9.1	9.1	25年11月底已取得采矿许可证，正同步推进安全评价与环境影响评价工作，设计产能原矿3000万吨，对应LC10万吨	6.5
大中矿业	鸡脚山		0.1	1.2	2.4	6.0	我们预计26年9月投产一期0.5万吨，并启动二期3.5万吨，预计27年中投产；并且28年启动三期4万吨产能建设	3.5
紫金矿业	道县湘源硬岩 锂多金属矿	0.0	2.0	3.1	3.1	3.1	产能500万吨/年采选与3万吨/年电池级碳酸锂，2025年12月已正式投产，远期计划扩产至1000万吨/年采选、6万吨/年碳酸锂	5.5

◆ 国内锂辉石矿26-27年平稳向上，28-29年增长显著：中性情况下，预测国内辉石25年生产6.9万吨，26年产量11万吨，贡献5+万吨增量，27年14.9万吨，贡献3.7万吨增量，28-29年爆发，年均贡献10万吨增量。增长主要来自四川矿山。

图：国内辉石供给预测（折合碳酸锂，万吨，中性情况下）

产量（万吨）							
公司	矿山	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
川能动力	李家沟锂辉石矿	1.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
融捷股份	甲基卡134号脉	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
盛新锂能	业隆沟锂辉石矿	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
新疆有色	大红柳滩锂矿	2.5	4.4	5.6	6.9	7.5	7.5
盛新锂能	木绒锂矿			0.1	3.1	7.0	7.1
盛新锂能	太阳河口锂多金属矿						
国城矿业	马尔康党坝	1.3	2.0	3.0	6.0	10.0	12.5
大中矿业	四川加达锂矿		0.8	2.0	5.0	8.0	8.0
合计		6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3

国内辉石：26-27年平稳向上，28-29年增量弹性大

- ◆ **国内辉石增量：**主要来自新疆的大红柳滩、国城的党坝、大中的加达、盛新的木绒以及川能的李家沟
- ◆ **大红柳滩矿：**一期 300 万吨 / 年采选项目 25 年 2 月试车成功，25 年底产能达60 万吨锂精矿（品位 5.0%），对应6.3万吨LC；二期 采选100 万吨 / 年项目已进入审批。预计25年贡献2-3万吨LC，26年贡献4-5万吨LC。
- ◆ **马尔康党坝矿：**该矿目前获批 100 万吨 / 年采矿规模，正在申请500万吨/年采矿证，26H1有望获得。公司目标25年对应LC产量1.3万吨，26年2.5万吨，27年4万吨，全部达产后可形成13万吨。我们中性预计26年产量2万吨。
- ◆ **加达矿：**一期520万吨采选产能，预计26Q1获得采矿证；二期规模相当，有望26Q4获得采矿证，合计对应8万吨LC产能。公司目标26年LC产量1.5万吨，27年3万吨。我们中性预计26-27年分别生产0.8/2万吨。
- ◆ **木绒矿：**产能为 300 万吨 / 年原矿采选，对应 8万吨 / 年碳酸锂产能，24 年 10 月取得采矿证，27年底投产，28年爬坡，29年达产。
- ◆ **李家沟：**规划产能 105 万吨 / 年原矿采选、对应 18 万吨 / 年锂精矿，25 年 8 月末已达产，26年预计满产，后续计划将产能扩至40万/吨（精矿），对应5万吨LC。

图：国内辉石主要增量供给（中性预期，万吨）

公司	矿山	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	投产时间	现金成本 (万元/吨)
川能动力	李家沟锂辉石矿	1.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	规划产能105万吨/年原矿采选、对应18万吨/年锂精矿，25年8月末已达产，26年预计满产，后续计划将产能扩至40万/吨（精矿），对应5万吨LC	4.8
新疆有色	大红柳滩锂矿	2.5	4.4	5.6	6.9	7.5	7.5	一期300万吨/年采选项目25年2月试车成功，25年底产能达60万吨锂精矿（品位5.0%），对应6.3万吨LC；二期采选100 万吨 / 年项目已进入审批	5
盛新锂能	木绒锂矿			0.1	3.1	7.0	7.1	产能为300万吨/年原矿采选，对应8万吨/年碳酸锂产能，24年10月取得采矿证，27年底投产，28年爬坡，29年达产	4
国城矿业	马尔康党坝	1.3	2.0	3.0	6.0	10.0	12.5	该矿目前获批100万吨/年采矿规模，正在申请500万吨/年采矿证，26H1有望获得	4
大中矿业	四川加达锂矿		0.8	2.0	5.0	8.0	8.0	一期520万吨采选产能，预计26Q1获得采矿证；二期规模相当，有望26Q4获得采矿证，合计对应8万吨LC产能	4

◆ 澳矿产量增长稳健，碳酸锂高价支撑项目满产，但后续增量有限。中性情况下，预测澳矿25年生产47.6万吨（厂商实际产量均高于指引），26年产量55.4万吨，贡献7.8万吨增量，27年62.9万吨，贡献7.5万吨增量，此后增长平稳。Bald和Finniss停产，预计27年复产，完全打满可增加近3万吨产能，增量有限。

图：澳矿供给预测（万吨，锂精矿按SC6，中性预期）

公司	矿山	产量（万吨）					
		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
天齐	Mt Greenbushes	16.9	22.5	24.4	25.6	26.9	29.6
皮尔巴拉PLS	Mt Pilgangoora	8.5	9.8	10.8	10.8	10.8	10.8
Mineral Resources	Mt Marion	5.5	6.1	7.5	7.9	7.9	7.9
Mineral Resources	Mt Wodgina	7.3	7.5	8.0	8.0	8.0	8.0
Mineral Resources	Mt Bald			0.9	1.8	1.8	1.8
Liontown Resources	Mt Kathleen Valley	4.0	4.4	5.6	5.6	5.6	5.6
SQM	Mt Holland	4.2	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
Rio Tinto（力拓）	Mt Cattlin	1.3					
Core Lithium	Mt Finniss			0.5	0.7	1.1	1.1
合计		47.6	55.4	62.9	65.6	67.3	70.0

◆ 各大矿山25年实际产量高于指引，26年进一步爬坡，增幅20%左右，27年预计有少量复产。Greenbush CGP 3期52万吨项目于25年底投产，合计产能214万吨，但26年仍需爬坡；Pilgangoora P1000项目于25Q2完成扩建工程并进行产能爬坡，合计100万吨（87万吨SC6），但考虑爬坡等，26年按照92%产能利用率；Marion产能60万吨精矿；Wodgina为75万吨产能（69万吨SC6）；Kathleen规划27年达到50万吨精矿产能；Holland为45万吨（41.4万吨SC6）。

图：澳大利亚主要矿山产量及产能梳理

矿山	25Q4 产量 (万吨)			25FY预测 (万吨)		26FY预测 (万吨)			潜在扩产计划 (精矿端)
	精矿 (SC6e)	碳酸锂	环比	精矿 (SC6e)	碳酸锂	精矿 (SC6e)	碳酸锂	同比	
Greenbushes	35	4.4	10%	135	16.9	180	22.5	33%	25年162万吨精矿，25年底CGP3投产，新增52万吨；在研CGP4 52万吨扩产
Pilbara(Pilgangoora)	18	2.3	-9%	68	8.6	80	10	17%	指引FY26全年锂精矿产量82-87万吨 (SC5.2)，折算成SC6产量71-75万吨；Ngungaju工厂将复产，年产能20万吨，预计4个月内复产；进行P200项目可研
Mt Marion	12	1.5	12%	44	5.5	49	6.1	11%	FY26指引，锂精矿SC6销量指引上调6万吨至38-42万吨，偏低，25H2已实现销量24.4万吨
Wodgina	16	1.9	-3%	58	7.2	64	8	11%	三条线合计75万吨精矿 (SC6为66)，26财年指引上调8万吨至52-56万吨
Kathleen Valley	9	1.1	39%	32	4	35	4.4	10%	24年中投产爬坡，原矿产能300万吨/年，对应45万吨精矿
Mt Holland	10	1.2	0%	33	4.1	41	5.1	25%	45万吨精矿产能
合计	100	12.4		370	46.3	449	56.1	21%	-

◆ **前期建设产能打满，26-27年增量明显。**中性情况下，预测非矿25年生产23.6万吨，26年产量35.1万吨，贡献11.5万吨增量，27年51万吨，贡献15万吨增量，此后增长平稳。非矿26年增量主要来自前期建好的矿山，在25年价格低迷情况下产能利用率偏低，26年基本可以打满。此外紫金Manono、青山合作的Sandawana可贡献增量。

图：非矿碳酸锂产量预测（万吨，中性预期）

公司	矿山	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
紫金矿业	刚果金Mt Manono		0.6	3.8	6.3	10	12.5
刚果合计			0.6	3.8	6.3	10	12.5
中矿资源	津巴布韦Bikita	4.5	6	7.2	7.2	7.2	7.2
华友钴业	津巴布韦Arcadia	3.5	7	10	12	12	12
盛新锂能	津巴布韦萨比星锂矿	2.8	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
雅化集团	津巴布韦Kamativi	2.9	4.4	4.4	4.4	6.3	8.8
青山控股	津巴布韦Sandawana	0	0.3	1.9	3.8	5	5
津巴布韦合计		13.6	21.1	27.2	31.1	34.2	36.7
赣锋锂业	马里Goulamina	3.8	5.7	6.3	6.3	6.3	6.3
海南矿业	马里Bougouni	0.8	1.3	1.4	1.7	3.1	3.1
马里合计		4.5	6.9	7.7	8	9.4	9.4
阿凡达新能源材料有限公司	尼日利亚纳萨拉瓦乌德盖地区	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
明鑫矿业	尼日利亚Kangimi锂矿	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
天华新能	尼日利亚纳萨拉瓦州锂矿			1.3	2.5	2.5	2.5
九岭锂业	尼日利亚纳萨拉瓦州锂矿			1.3	2.5	2.5	2.5
九岭锂业&天华新能	卡杜纳-尼日尔边境锂矿	1.9	1.9	3.8	5	5	5
天华新能	尼日利亚阿布贾锂矿	0.6	1.5	3.1	3.8	3.8	3.8
尼日利亚合计		5.5	6.4	12.4	16.8	16.8	16.8
非矿合计		23.6	35.1	51	62.1	70.3	75.3

- ◆ **尼日利亚**：根据海关数据，25年尼日利亚锂辉石到港量103万吨，按照3%的精矿品位，对应碳酸锂6万吨+，因内部政策影响，25Q4到港量有所下降，预计26年总体保持稳定。
- ◆ **津巴布韦**：25年精矿到港量120万吨，25Q4环比提升，按照4%的精矿品位，对应碳酸锂10万吨。**津巴布韦收紧精矿直接出口，本地建设硫酸锂产能是趋势，精矿出口禁令，或导致实际产量低于预期。**华友、中矿25年底分别5万吨硫酸锂产能投产，计划26年碳酸锂出货量8、6+万吨，其中华友目标27年提升至12万吨；雅化规划6万吨硫酸锂27年投产，26年预计打满4.4万吨；青山控股用Sandawana矿进行采选，后续增量较大，计划建设40万吨精矿产能，26年开始爬坡。
- ◆ **马里**：25年马里+南非精矿到港115万吨，对应碳酸锂10万吨左右。其中赣锋Goulamina 25年3.8万吨碳酸锂，预计26年打满至6万吨+；海南矿业一期12万吨精矿爬坡中，预计26年打满贡献1.4吨碳酸锂。
- ◆ **刚果金**：紫金的Manono规划13万吨碳酸锂，26H2投产，公司目标当年贡献2-3万吨，我们中性预期0.6万吨。

图：非洲到港精矿规模（万吨）

	尼日利亚	津巴布韦	马里+南非
2025年1月	4.1	5.4	10.1
2025年2月	4.8	9.8	15.0
2025年3月	8.5	5.9	5.2
2025年4月	8.9	10.6	4.1
2025年5月	6.5	9.7	5.2
2025年6月	7.9	10.1	9.8
2025年7月	11.6	6.4	10.6
2025年8月	10.5	11.9	12.9
2025年9月	12.0	10.9	10.9
2025年10月	11.0	15.3	5.0
2025年11月	9.2	11.0	7.3
2025年12月	8.0	13.2	18.6
合计	103.1	120.4	114.7

图：主要非矿扩产进度（万吨）

公司	2025E	2026E	2027E	投产时间
紫金矿业		0.6	3.8	紫金的Manono规划13万吨碳酸锂，26H2投产，公司目标当年贡献2-3万吨
中矿资源	4.5	6.0	7.2	30万吨锂辉石+30万吨透锂长石，硫酸锂5万吨，目标26年5-7万吨LC
华友钴业	3.5	7.0	10.0	5万吨硫酸锂投产，26年目标8万吨LC，26H2月均1万吨，27年12万吨
盛新锂能	2.8	3.5	3.8	
雅化集团	2.9	4.4	4.4	规划6万吨硫酸锂，27年投产；并且目标再拓展100万吨精矿
青山控股	0.0	0.3	1.9	收购14万吨精矿选矿（SC5），并建设40万吨
赣锋锂业	3.8	5.7	6.3	25年30万吨精矿，26年打满
海南矿业	0.8	1.3	1.4	一期10万吨精矿（sc5.5），二期再扩15万，尚未启动

- ◆ 海外盐湖增加稳健，增量有限。预测海外盐湖25年生产43.6万吨，26年产量50.5万吨，贡献7万吨增量，27年54.4万吨，贡献4万吨增量。增量主要来自赣锋的Mariana和C-O项目，紫金3Q盐湖（公司目标26年满产2万吨），力拓集团的几个项目爬坡，Eramet的2.4万吨和POSCO的2.5万吨的爬坡。
- ◆ 总体而言，南美盐湖有一定的地缘政治风险，叠加基建投资时间长，因此新项目建设时间长，增量产能有限。

表：2025-2030年海外盐湖增量预期（万吨LCE）

公司	盐湖	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	投产时间
SQM	Atacama-SQM	23.0	24.0	25.0	26.0	29.0	30.0	24万吨产能，26-27 年随五期 + 六期提锂产能释放，同步扩至 32 万吨 / 年
ALB	Atacama-ALB	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	10.0	22年8.4万吨达产，计划2028年扩至12.5万吨
	Silver Peak	0.7	0.7	0.9	1.5	1.9	1.9	产能0.7万吨，计划再扩1.2万吨，26Q2投产
赣锋锂业	Cauchari-Olaroz	3.5	4.0	4.0	4.9	6.0	6.0	一期4万吨23年6月投产
	Mariana	0.2	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	
Rio Tinto（力拓）	Fenix	3.3	3.8	3.8	4.3	4.8	4.8	原2.8万吨，2024Q1新增1万吨，2H26在投产1万吨
	Salar de Olaroz	3.5	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	二期扩2.5万吨23年底投产，24年产能爬坡至40%，25年底达产
	Sal de Vida			0.2	1.0	1.5	1.5	26年1月指引，一期1.5万吨将于26H2投产
	Salar del Rincon		0.1	0.3	0.3	0.5	1.0	25年底年产0.3万吨投产，2026年末满产，扩建5.7万吨年投产
盛新锂能	Sal de Los Angeles	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
Galan Lithium	Hombre Muerto West		0.1	0.4	0.4	1.5	2.1	一期4000-5000吨26H1投产（延期），二期在建2.1万吨，完成可研
紫金矿业	Tres Quebradas(3Q)	0.1	1.7	2.0	4.0	6.0	6.0	一期2万吨25年9月中旬投产，二期规划4-6万吨
Eramet	Centenario-Ratones	0.5	1.2	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4万吨24年11月投产，25Q3单季度0.2万吨
POSCO	Sal de Oro		0.5	1.0	2.5	2.5	2.5	一二期各2.5万吨，一期24年10月投产，二期25年12月启动建设
Agrosy	Rincon Lithium	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8	2000吨22年底投产
合计		43.6	50.5	54.4	62.2	71.2	75.2	

◆ 季节性，南美盐湖到港规模最大为4-5月

表：2025年月度南美盐湖锂盐国内到港规模（单位：万吨）

所属地区 国家	智利	南美洲 阿根廷	玻利维亚	合计
2025年1月	1.26	0.68		1.94
2025年2月	0.76	0.46		1.22
2025年3月	1.27	0.49	0.01	1.77
2025年4月	2.03	0.72		2.75
2025年5月	1.34	0.67	0.06	2.07
2025年6月	1.19	0.53	0.02	1.74
2025年7月	0.86	0.41	0.02	1.29
2025年8月	1.56	0.43	0.01	2
2025年9月	1.08	0.71	0.02	1.81
2025年10月	1.48	0.75		2.23
2025年11月	1.08	0.86	0.05	1.99
2025年12月	1.44	0.92		2.36
12月环比	33%	7%	-100%	
累计进口量	15.34	7.63	0.19	23.16

- ◆ **美洲矿规模较小，增量有限。**预测美洲矿25年生产5.8万吨碳酸锂，26年产量6.2万吨，小幅增长，27年7.6万吨，贡献1万吨增量。
- ◆ 分项目看，NAL的Sayona满产、中矿的Tanco满产。Mibra项目25年产能利用率偏低，26年可接近满产。Sigma的巴西矿仍未复产，其矿自25Q3停产（Q4销售10万吨尾矿），26年1月仍未复产，且巴西政府叫停Sigma的三处废料堆作业，对于复产进度或造成影响。

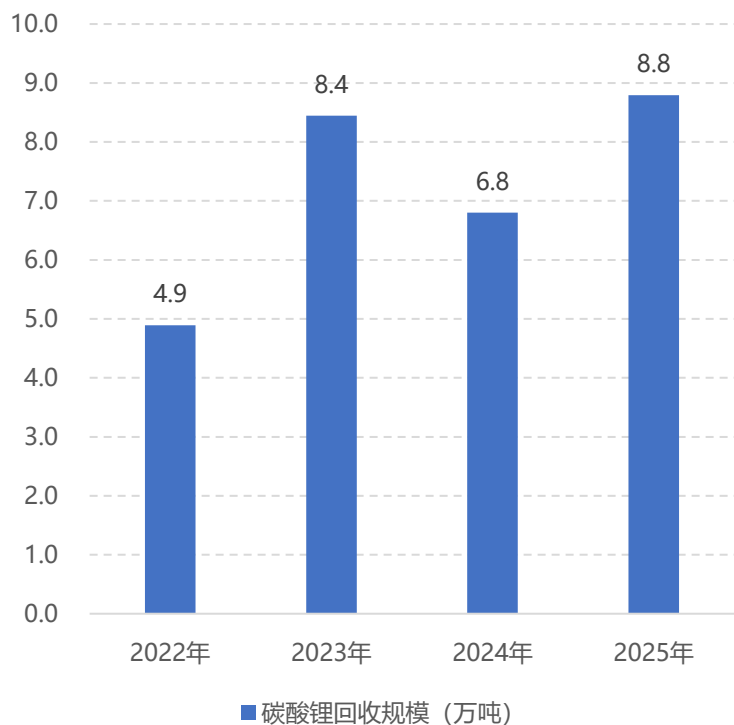
表：2025-2030年美洲矿增量预期（万吨LCE）

公司	矿山	国家	规划产能	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	投产时间
中矿资源	Tanco	加拿大	21.0	2.0	3.2	3.2	3.2	10.0	20.0	稳健生产
			2.6	0.3	0.4	0.4	0.4	1.3	2.5	
Sayona	North American Lithium&Authier	加拿大	20.3	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	25年前三季度精矿产量15万吨（SC5.2%），基本实现满产
			2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	
AMG矿业	Mt Mibra	巴西	13.0	5.8	9.0	11.0	11.0	11.0	11.0	25年前三季度精矿产能4万吨，产能利用率偏低，但已达产
			1.6	0.7	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4	
Sigma Lithium	巴西Grota do Cirilo	巴西	70.2	18.9	18.0	27.0	39.6	47.2	47.2	25年前三季度精矿产量15万吨（SC5.2%），Q3停产，尚未复产
			8.8	2.4	2.3	3.4	4.9	5.9	5.9	
合计			41.0	5.8	6.2	7.6	9.2	11.0	12.2	

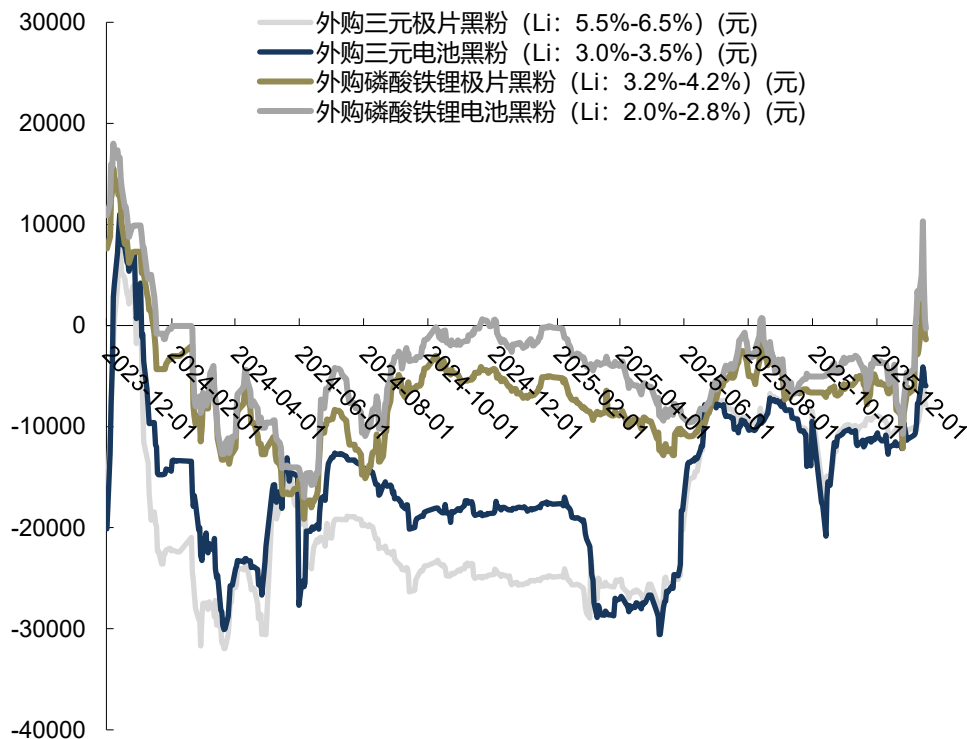
回收：25年回收量同增29%，行业亏损收窄

- ◆ **25年回收产量8.8万吨，同增29%，25H2现金生产亏损震荡收窄。**根据SMM数据，25全年国内碳酸锂回收产量8.8万吨，同增29%，26年1月开工率恢复至34%。利润端，25H2起三元和铁锂回收现金生产亏损收窄，12月实现盈利。
- ◆ 碳酸锂回收规模取决于：碳酸锂价格和退役电池规模。26年碳酸锂价格大涨，回收利润大幅增厚，预计回收规模有望达到11-12万吨。

图：国内碳酸锂回收产量



图：碳酸锂回收现金生产利润



供给总结：核心为新增矿山达产进度，增量集中于26H2

- ◆ **中性情况下：**26年全球锂矿供给214万吨，新增44万吨；27年262万吨，新增48万吨；28年303万吨，新增41万吨。
- ◆ **差异主要在于对几个项目进度预期：**国内矿山（国城的党坝、大中的加达和鸡脚山、紫金的湘源矿）、非矿（中矿、华友、紫金的Manono、青山的Sandawana）。

表：2025-2030年碳酸锂供给增量测算（中性）

当年增量（万吨LCE）	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	2.8	8.4	4.7	1.9	4.1	1.8
国内辉石矿	4.2	4.3	3.7	10.3	11.5	2.6
国内云母矿	2.5	2.3	8.2	4.5	5.6	2.0
国内供给合计	9.5	15.0	16.7	16.7	21.2	6.5
海外盐湖	6.8	6.9	3.9	7.8	9.0	4.0
澳洲辉石矿	5.6	7.8	7.5	2.7	1.7	2.7
非洲辉石矿	11.1	11.5	15.9	11.1	8.3	5.0
美洲辉石矿	-0.6	0.4	1.4	0.1	1.8	2.7
海外供给合计	23.0	26.6	28.7	21.7	20.8	14.4
锂回收	2.2	2.7	2.3	2.8	3.4	4.0
合计	34.7	44.3	47.7	41.2	45.3	24.9

◆ 中性情况下：26Q1-Q4各季度供给分别为45/53/59/58万吨

表：2026年碳酸锂分季度供给测算（中性）

季度产量	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E	合计
国内盐湖	4.8	6.7	8.3	6.4	26.0
国内辉石矿	2.0	2.7	3.2	3.3	11.2
国内云母矿	2.5	3.5	5.4	6.4	17.8
国内供给合计	9.3	12.9	16.9	16.1	55.1
海外盐湖	11.4	13.5	13.6	12.1	50.5
澳洲辉石矿	12.7	13.8	14.3	14.5	55.4
非洲辉石矿	7.6	7.9	9.1	10.4	35.1
美洲辉石矿	1.6	1.6	1.6	1.6	6.2
海外供给合计	33.2	36.8	38.6	38.6	147.2
锂回收	2.6	2.9	3.0	3.2	11.7
合计	45.1	52.6	58.5	57.8	214.0

需求：动力稳健，储能加持，需求超预期

动力：国内乘用车保守5%增长，电池11%增长

- ◆ 假设电动车需求符合预期，26年国内本土电动乘用车销量5%增长，至1365万辆
- ◆ 单车带电量提升6%至48.4kwh，合计乘用车电池需求660gwh，同比增11%

图：国内本土电动乘用车销量及装机电力预测

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内：新能源乘用车销量（万辆）	1103.4	1300.4	1365.4	1459.4	1560.1	1668.1	1783.9
YoY	39%	18%	5.0%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
国内：电动乘用车电池装机需求（Gwh）	472.3	596.0	660.2	711.5	766.9	826.6	891.1
YoY	33%	26%	10.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
乘用车单车带电量（kwh）	42.8	45.8	48.4	48.8	49.2	49.6	50.0
国内：纯电动销量（万辆）	631.1	811.6	857.0	925.6	999.7	1079.6	1166.0
单车电池容量（kwh）	55.9	56.4	56.9	57.1	57.3	57.5	57.7
纯电动需求量（Gwh）	352.6	457.9	487.8	528.7	573.0	621.0	673.0
国内：插电式销量（万辆）	472.3	488.8	508.4	533.8	560.5	588.5	617.9
-占比	42.81%	38%	37%	37%	36%	35%	35%
单车电池容量（kwh）	25.3	28.3	33.9	34.3	34.6	34.9	35.3
插电式动力需求量（Gwh）	119.7	138.1	172.4	182.8	193.9	205.6	218.1
国内乘用车销量（万辆，本土）	2,262	2,407	2,431	2,455	2,479	2,504	2,529
-国内乘用车电动化率	49%	54%	56%	59%	63%	67%	71%

动力：国内商用车电池依然需求强劲，增长46%

- ◆ 假设电动车需求符合预期，26年国内商用车销量增长9%至95万辆，其中电动重卡增长50%至35万辆，电池200GWh，同比增46%
- ◆ 合计国内26年本土动力电池需求860GWh，增长17%，单车带电量提升16%+，至59kwh。

图：国内本土电动车销量及装机电力预测

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内：电动商用车销量（本土，万辆）	54.8	87.1	94.9	111.1	123.0	132.8	143.4
YoY	53%	59%	8.9%	17.1%	10.7%	7.9%	8.0%
-国内商用车电动化率	18.4%	26.9%	28.7%	33.0%	36.2%	38.6%	41.3%
国内：商用车电池装机需求（Gwh）	62.1	136.7	199.7	241.3	268.2	295.3	325.3
YoY	96%	120%	46.1%	20.8%	11.1%	10.1%	10.1%
-占比	12%	19%	23%	25%	26%	26%	27%
国内：电动货车销量（万辆）	49.7	68.9	89.6	105.8	117.7	127.4	137.9
-电动重卡销量（万辆）	8.2	23.1	34.6	39.8	41.8	43.9	46.1
-重卡电动化率	10%	29%	43%	49%	51%	53%	55%
-其他电动货车销量（万辆）	41.5	45.8	55.0	66.0	75.9	83.4	91.8
-电动化率	24%	23%	27%	32%	36%	40%	43%
单车电池容量（kwh）	105.0	183.1	210.7	217.5	218.0	222.5	227.0
-重卡单车（kwh）	380.0	410.5	431.0	452.6	475.2	499.0	523.9
-其他电动货车单车（kwh）	74.6	68.5	71.9	75.5	76.3	77.0	77.8
国内：货车电池需求量（Gwh）	52.2	126.2	188.8	230.1	256.6	283.4	313.0
YoY	104%	142%	49.7%	21.8%	11.5%	10.4%	10.4%
国内：电动客车销量（万辆）	5.1	5.2	5.3	5.3	5.4	5.4	5.5
国内：客车装机电量（gwh）	9.9	10.6	10.9	11.2	11.6	11.9	12.3
国内：新能源车合计销量（万辆，本土销量）	1,158	1,388	1,460	1,570	1,683	1,801	1,927
YoY	40%	20%	5.2%	7.5%	7.2%	7.0%	7.0%
国内：动力电池装机需求（Gwh）	534	733	860	953	1,035	1,122	1,216
YoY	38%	37.12%	17%	11%	9%	8%	8%
-国内平均单车带电量（kwh）	62.3	63.1					

动力：预计海外26年电池需求增长23%+

◆ 假设电动车需求符合预期，预计26年欧洲销量+30%、美国-4%、新兴市场电动车+38%，合计销量883万辆，增长24%

◆ 预计26年海外动力电池装机需求527GWh，同比+23%。

表：海外动力需求增速预期

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	559	710	883	1,104	1,348	1,646	2,011
YoY	10%	27%	24%	25%	22%	22%	22%
-海外电动化率	10.1%	12.6%	15.4%	19.0%	22.8%	27.4%	32.9%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	295	394	512	615	738	885	1,062
-YoY	2%	33%	30%	20%	20%	20%	20%
-欧洲电动化率	19%	25%	33%	39%	46%	55%	65%
-美国	161	156	150	198	247	309	386
-YoY	10%	-3%	-4%	32%	25%	25%	25%
-美国电动化率	10%	10%	9%	12%	15%	19%	24%
-其他国家	103	160	221	292	363	452	562
-YoY	38%	56%	37.9%	32.1%	24.5%	24.4%	24.3%
-其他国家电动化率	4.3%	6.5%	8.7%	11.1%	13.4%	16.2%	19.6%
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	325.8	409.8	498.6	618.9	759.2	931.4	1142.8
-海外平均单车带电量 (kwh)	58.3	57.7	56.5	56.0	56.3	56.6	56.8
海外：电动商用车销量 (万辆)	11.0	11.0	12.1	13.3	15.9	19.1	22.9
-海外商用车销量 (万辆)	534.7	588.2	600.0	612.0	618.1	624.3	630.5
-电动化率	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.6%	3.1%	3.6%
动力电池装机需求 (Gwh)	18.1	19.9	28.4	32.9	41.4	52.2	65.7
单车电池容量 (kwh)	165.0	181.5	236.0	247.7	260.1	273.1	286.8
合计海外动力装机 (GWh)	343.9	429.7	527.1	651.7	800.6	983.6	1208.5
-YoY	5%	25%	23%	24%	23%	23%	23%
-占比	33%	35%	33%	31%	31%	27%	50%

动力：预计全球动力电池26年需求+20%

- ◆ 假设电动车需求符合预期，我们预计26年全球新能源车销量2355万辆，同增12%，动力电池需求1692gwh，同增19.3%。

表：全球动力电池需求测算

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球新能源车销量 (万辆)	1,728	2,109	2,355	2,687	3,047	3,466	3,961
YoY	28%	22%	12%	14%	13%	14%	14%
全球汽车销量 (万辆)	8,113	8,362	8,534	8,711	8,893	9,079	9,272
-全球电动化率	21.20%	25.10%	27.50%	30.70%	34.10%	38.00%	42.50%
全球动力电池装机需求 (gwh)	878	1,162	1,387	1,605	1,836	2,106	2,425
YoY	23%	32%	19.30%	15.70%	14.40%	14.70%	15.20%
-全球平均单车带电量 (kwh)	51.1	55.4	59.2	60	60.6	61.1	61.6
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,071	1,418	1,692	1,958	2,239	2,569	2,958
YoY	23%	32%	19.30%	15.70%	14.40%	14.70%	15.20%

- ◆ 需求全面开花，中国和美国大储已高增2年，国内容量电价补贴、美国AI数据中心拉动，开启二次高增
- ◆ 欧洲和新兴市场储能渗透率低，空间广阔。

图 全球储能分区域增长驱动力及出货量

全球			
◆ 装机预计：2025年 (361GWh, 同比+70%, 下同) , 2026年 (583GWh, +61%) , 2027年 (812GWh, +39%) ◆ 出货量预计：2025年 (641GWh, +95%) , 2026年 (1024GWh, +60%) , 2027年 (1357GWh, +33%) ◆ 渗透率：累计光伏配储功率渗透率12% (不考虑光伏增长情况下，功率渗透率提升至30%，配储时长翻番，对应累计规模空间有6倍)			
中国	美国	欧洲	新兴市场
◆ 驱动力：新能源后周期，容量电价补贴，商业模式跑通 ◆ 渗透率：累计光伏配储功率渗透率15% ◆ 装机：2025年 (188GWh, +70%) , 2026年 (284GWh, +51%) ◆ 出货量：2025年 (286GWh, +98%) , 2026年 (432GWh, +51%)	◆ 驱动力：光储平价，IRA补贴，AI数据中心 ◆ 渗透率：累计光伏配储功率渗透率20% ◆ 装机：2025年 (67GWh, +44%) , 2026年 (97GWh, +45%) ◆ 出货量：2025年 (128GWh, +46%) , 2026年 (174GWh, +36%)	◆ 驱动力：新能源后周期，容量招标 ◆ 渗透率：累计光伏配储功率渗透率11% ◆ 装机：2025年 (44GWh, +56%) , 2026年 (75GWh, +70%) ◆ 出货量：2025年 (92GWh, +111%) , 2026年 (157GWh, +70%)	◆ 驱动力：新能源后周期，容量电价补贴，光储平价，AI数据中心 ◆ 渗透率：累计光伏配储功率渗透率5% ◆ 装机：2025年 (62GWh, +135%) , 2026年 (127GWh, +104%) ◆ 出货量：2025年 (134GWh, +153%) , 2026年 (261GWh, +94%)

储能：26年全球储能需求1000GWh，增长60%+

- ◆ 假设全球储能装机需求符合预期，我们预计25年全球储能电池需求641gwh，同增95%，26年预计全球储能需求上修至60%增长至1024GWh。且预计2027年全球储能仍可维持30%+增长，至1357GWh；2030年需求超2300GWh，占锂电需求40%+。
- ◆ 总体看，2026年国内和美国仍有超预期空间。

表：全球储能电池需求测算

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

- ◆ 2025年根据主流厂商产量目标，**合计产量641GWh，同增91%**，其中宁德时代产量150GWh，同增51%，由于产能紧缺，份额有所下降。
- ◆ **26年根据主流厂商产量目标，合计1093GWh，同增71%**，其中宁德时代产量280GWh，同增87%，由于公司年底山东济宁一二期120GWh产能率先投产，且加大国内储能市场布局，预计份额将明显回升。

图：全球储能主流厂商的产量

(单位: GWh)	2023年	2024年	2025年E	同比	2026年E	同比
宁德时代	69	93	150	51%	280	87%
比亚迪	25	30	55	67%	90	64%
亿纬锂能	26	51	78	53%	130	67%
中创新航	8	25	45	80%	70	56%
瑞浦兰钧	15	22	45	104%	65	44%
厦门海辰	18	34	65	79%	100	54%
湖北楚能		20	70	250%	120	71%
国轩高科		19	30	59%	45	50%
欣旺达		2	12	500%	20	67%
鹏辉能源		9	25	178%	50	100%
远景能源		11	30	173%	40	33%
派能科技		2	4	153%	8	100%
南都电源		3	8	168%	8	0%
赣锋锂电		8	30	275%	40	33%
LG		5	10	122%	20	100%
三星		4	5	35%	7	40%
主流厂商合计		336	641	91%	1,093	71%

主流厂商合计

需求合计：26年动储上修至32%增长

- ◆ 电池需求：26年预计全球动力储能需求2716GWh，消费170GWh，合计2886GWh，同比增长30%；27年总体3502GWh，增长21.3%。

图：动力及储能电池需求增速预期

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,071	1,418	1,692	1,958	2,239	2,569	2,958
YoY	23%	32%	19.3%	15.7%	14.4%	14.7%	15.2%
全球消费类电池合计 (gwh)	144	162	170	187	206	227	249
国内消费类电池 (gwh)	78	90	95	104	115	126	139
海外消费类电池 (gwh)	65	72	76	83	91	101	111
全球储能电池合计 (gwh)	329	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
YoY	61%	83%	60%	33%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	144	286	432	536	590	656	734
海外储能电池 (gwh)	185	355	592	821	1,040	1,303	1,617
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,400	2,059	2,716	3,315	3,870	4,528	5,309
YoY	30%	47%	32%	22%	17%	17%	17%
全球锂电池合计 (gwh)	1,544	2,221	2,886	3,502	4,076	4,755	5,559
YoY	28%	44%	29.9%	21.3%	16.4%	16.6%	16.9%

需求合计：26年碳酸锂210万吨，增27%

- ◆ **碳酸锂需求：**假设锂电池需求符合预期，预计26年锂电池对应碳酸锂需求193万吨，同比增29%，其他领域碳酸锂需求16万吨，同比增27%，合计需求210万吨，同比增27%。

图：碳酸锂需求增速预期（考虑良率、备货系数）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1GWh三元811/NCA碳酸锂需求（吨，不考虑良率）	30	29	29	29	29	28
1GWh三元811/NCA氢氧化锂需求（吨，不考虑良率）	618	611	605	599	593	587
1gwh磷酸铁碳酸锂需求（吨）	566	561	555	550	544	539
全球电池碳酸锂装机需求合计（LC，万吨）	115	148	178	205	236	274
-增速	42%	29%	21%	15%	16%	16%
全球电池用碳酸锂实际需求（LC，万吨）	150	193	234	268	308	358
其他领域碳酸锂用量合计（万吨）	15	16	16	17	17	18
全球碳酸锂需求合计（LC，万吨）	165	210	250	285	326	376
-增速	39%	27%	19%	14%	14%	15%

价格：2年向上周期，上限取决于储能经济性

- ◆ **中性供给预测下：**假设碳酸锂需求端、供给端产能爬坡等符合预期，2026年碳酸锂仅过剩4万吨，过剩比例为2%；2027年过剩11万吨，过剩比例为4%，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。

图：碳酸锂供需测算（中性供给预测）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球锂有效供给（万吨LCE）	80.1	110.4	134.9	169.6	214.0	261.7	302.9	348.2
有效供给-新增	21.8	30.3	24.6	34.7	44.3	47.7	41.2	45.3
全球锂需求（万吨LCE）	76.8	93.2	119.1	165.3	209.6	250.4	285.3	326.1
需求-新增	20.6	16.4	26.0	46.1	44.4	40.8	34.9	40.8
过剩（万吨LCE）	3.3	17.2	15.8	4.4	4.4	11.3	17.5	22.0

供需：26年Q1和Q4最为紧张，Q2开始小幅改善

- ◆ 假设碳酸锂需求端、供给端产能爬坡等符合预期：
- ◆ **26Q1供给紧张，Q2小幅改善**：中性供给预期下，Q1基本供需平衡，Q2小幅改善，过剩2.4万吨，总体偏紧。
- ◆ **26Q3供给紧缺阶段性略微缓解**：中性供给预期下，Q3过剩4.8万吨。
- ◆ **26Q4出现季度供给缺口**：中性供给预期下，Q4有3.4万吨的短缺。

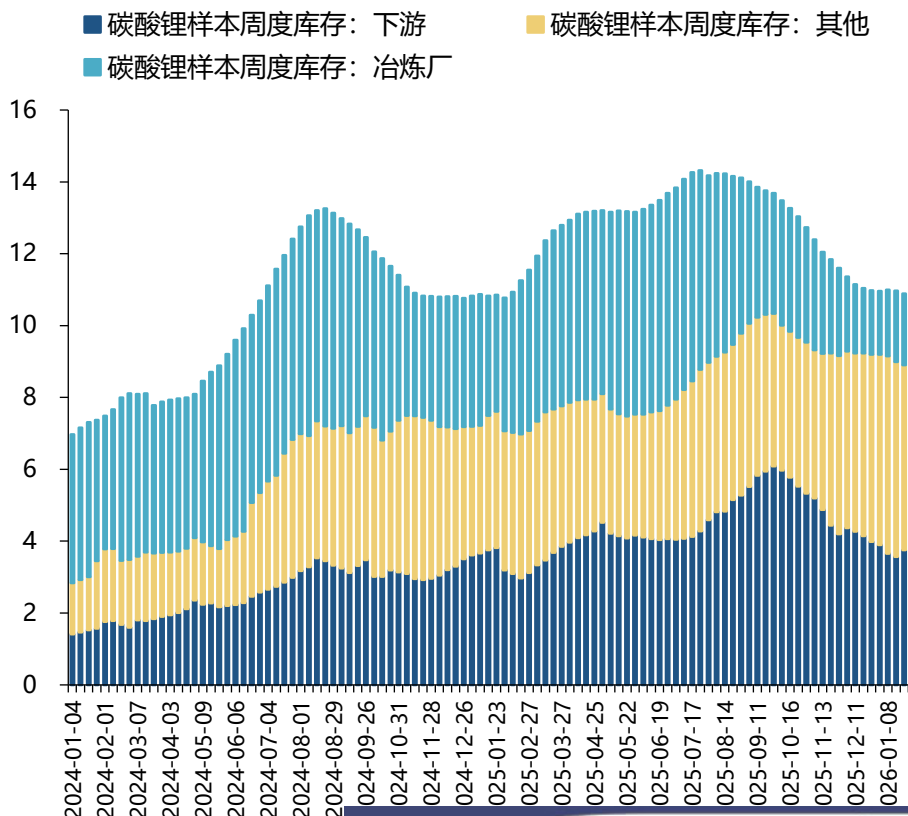
图：26年分季度供需测算（中性供给）

中性供给	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E	合计
锂电领域碳酸锂需求 (万吨)	40.9	46.1	49.6	56.7	193.3
其他领域碳酸锂需求 (万吨)	3.6	4.1	4.1	4.6	16.3
需求 (万吨LCE)	44.5	50.2	53.7	61.2	209.6
供给 (万吨LCE)	45.1	52.6	58.5	57.8	214.0
过剩 (万吨LCE)	0.6	2.4	4.8	-3.4	4.4

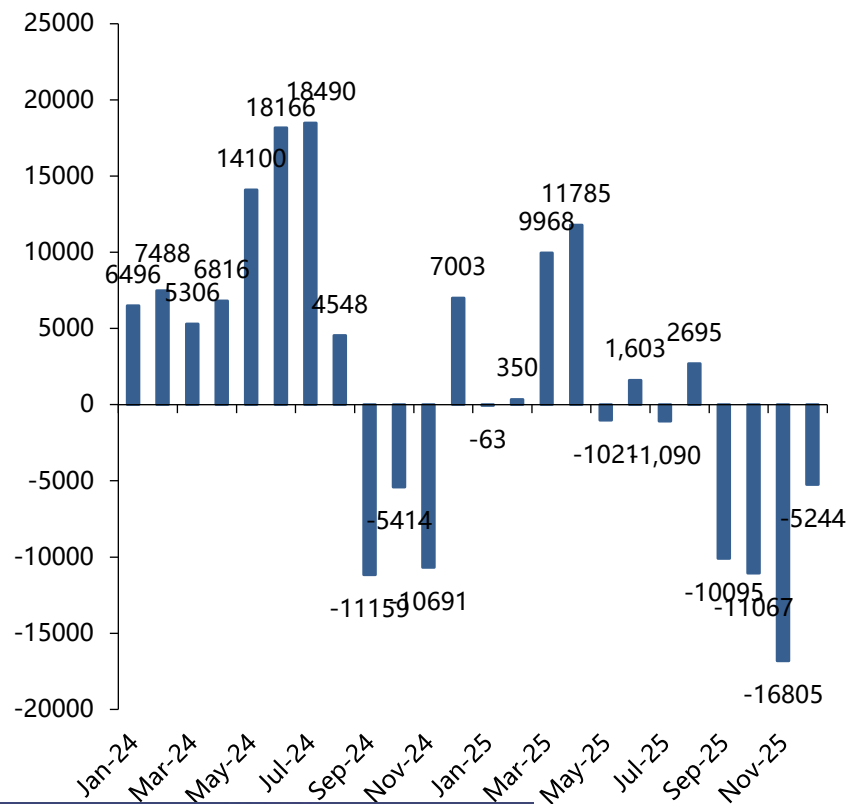
库存：行业碳酸锂库存极低，厂商补库意愿强

- ◆ **碳酸锂维持低库存：**截至26年1月22日，根据SMM数据，国内碳酸锂库存10.9万吨，不足一个月，其中贸易商库存5.1万吨，下游库存3.8万吨，冶炼厂库存2万吨。
- ◆ **产业链逢低补库诉求强烈：**1月第三周碳酸锂期货价格从17万回调至15万以内，下游成交量明显提升，补库需求明确。

图：国内碳酸锂周度库存变化（万吨）



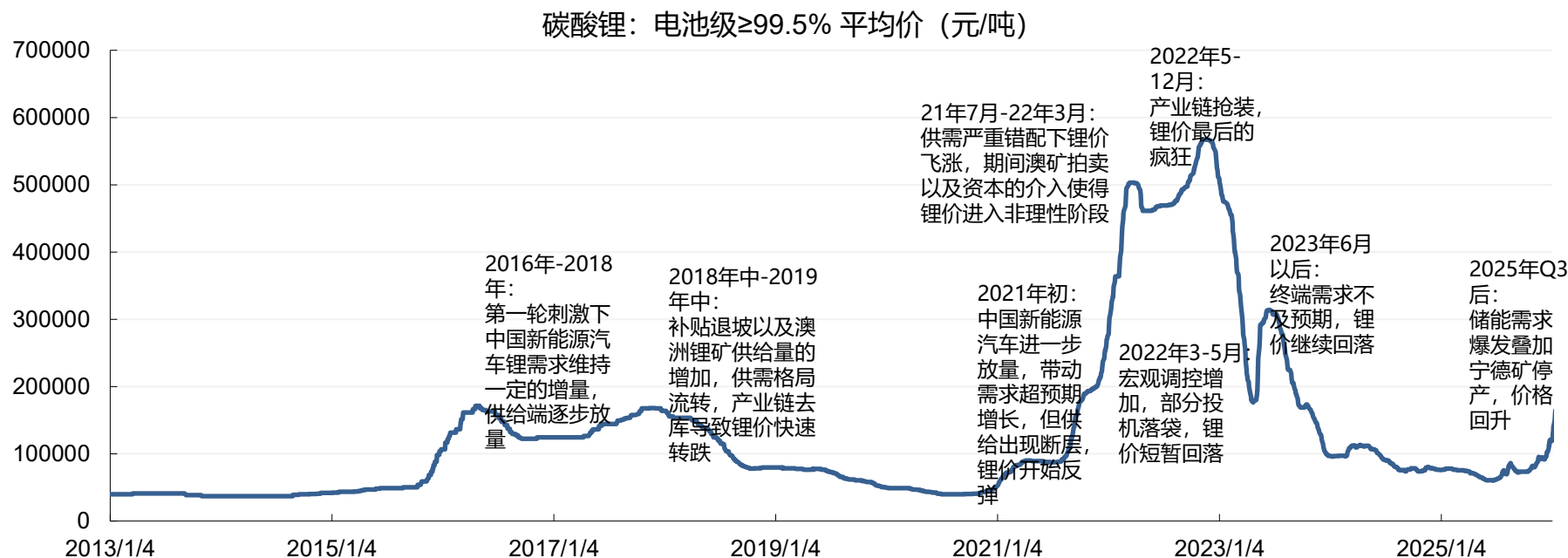
图：国内碳酸锂月度缺口（供给量-需求量，吨LCE）



价格周期：碳酸锂价格5年一个周期，25-27年上行期

- ◆ **2015-2017年：**电动车开始放量，产业链供不应求，25H2碳酸锂价格从底部4-5万/吨开始上行，2017年到高点17-18万/吨，高位横盘近1年，此后价格下行。
- ◆ **2020-2022年：**20Q4价格从底部5-6万启动先涨到8万，横盘半年，21Q3价格开始爆拉，一路上涨到22年高点60万/吨，高位横盘将近1年。
- ◆ **2025-2027年：**25Q4价格开始上行，12月下旬开始加速，预计价格上行周期持续至2027年。

图：碳酸锂价格周期复盘图



- ◆ **电池企业与车企采用金属联动定价方式：**自22Q1电池企业与车企的定价方式调整为金属联动定价方式，基本1-3个月调整一次，因此电池企业向车企顺价较及时和顺畅。
- ◆ **车企对应成本压力较大，盈利受挤压：**对于插电车型，单车带电量20kwh，碳酸锂价格上涨10万，对应单车成本上涨1000元+；对于纯电车型，单车带电量60kwh，碳酸锂价格上涨10万，对应单车成本上涨3000元+；对于重卡，单车带电量400kwh，碳酸锂上涨10万，对应单车成本上涨2万+。26年整体车市竞争仍激烈，叠加购置税优惠退坡、以旧换新补贴结构性调整，预计成本上涨部分仍由车企承担。而经济型车型，此前单车利润基本为0.2-0.3万元/辆，盈利压力大增。
- ◆ **由于车企预计承担主要成本上涨，且车销量增速预期低，预计对车总体销量影响有限。**

图：对乘用车单车成本影响

		纯电	插电
单车带电量 (kwh)		60	20
情景一	碳酸锂价格 (万/吨)	6	6
	电池Pack售价 (元/wh)	0.50	0.50
	电池单车成本 (万/辆, 含税)	3.00	1.00
情景二	碳酸锂价格 (万/吨)	16	16
	电池Pack售价 (元/wh)	0.56	0.56
	电池单车成本 (万/辆, 含税)	3.33	1.11
成本上升 (万/辆)		0.33	0.11

图：对电动重卡单车成本影响

		重卡	轻卡
单车带电量 (kwh)		400	100
情景一	碳酸锂价格 (万/吨)	6	6
	电池Pack售价 (元/wh)	0.50	0.50
	电池单车成本 (万/辆, 含税)	20.00	5.00
情景二	碳酸锂价格 (万/吨)	16	16
	电池Pack售价 (元/wh)	0.56	0.56
	电池单车成本 (万/辆, 含税)	22.20	5.55
成本上升 (万/辆)		2.20	0.55

价格：碳酸锂涨价显著抬升电池成本

- ◆ 碳酸锂定价锚定期货和现货当月均价，传导较快：锂矿包销合同、碳酸锂长协均锁量不锁价，价格随行就市，参考期货和现货价格，月度定价，叠加产业链库存底，价格传导快，电池企业碳酸锂采购价明显提升。
- ◆ 碳酸锂价格每上涨1万对应电芯成本上涨0.6分/wh，17万碳酸锂对应电芯价格0.4元/wh左右，上涨30%：碳酸锂价格从25年底部6万上涨至当前15万元/吨水平，叠加其他材料价格小幅上涨，电池成本上涨7分/wh（不含税），若按照12%的电芯毛利率，电池售价为0.38元/wh，上涨近0.1元/wh。

图：铁锂电芯成本拆分

	2025：铁锂					2026：铁锂（中性涨价）				
磷酸铁锂	单Gwh用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比	单Gwh用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位成本 占比
电芯原材料成本										
正极材料	2200	t	2.9	0.06	30%	2178	t	5.25	0.10	39%
-正极加工费	2200	t	0.5	0.01	5%	2178	t	0.55	0.01	4%
-磷酸铁	2200	t	1.0	0.02	10%	2178	t	1.10	0.02	8%
正极导电剂（AB）	29	t	10.00	0.00	1%	29	t	10.00	0.00	1%
正极黏贴剂（PVDF）	37	t	8.00	0.00	1%	36	t	8.00	0.00	1%
分散剂（NMP）	8	t	2.50	0.00	0%	8	t	2.50	0.00	0%
正极集流体（铝箔）	350	t	3.30	0.01	5%	343	t	3.55	0.01	4%
-铝箔加工费	350	t	1.5	0.00	2%	347	t	1.6	0.00	2%
-铝价	350	t	1.8	0.01	3%	347	t	2.0	0.01	2%
负极活性物质（石墨）	941	t	1.60	0.01	7%	931	t	1.65	0.01	5%
负极粘结剂1(SBR)	39	t	10.00	0.00	2%	38	t	10.00	0.00	1%
负极粘结剂2（CMC）	39	t	4.00	0.00	1%	38	t	4.00	0.00	1%
负极集流体（铜箔）	550	t	9.50	0.05	24%	539	t	11.70	0.06	22%
-铜箔加工费	550	t	1.5	0.01	4%	545	t	1.7	0.01	3%
-铜价	550	t	8.0	0.04	20%	545	t	10.0	0.05	19%
电解液	1274	t	1.80	0.02	11%	1268	t	2.96	0.03	13%
-六氟磷酸铁锂	153	t	6.00	0.01	4%	152	t	14.00	0.02	7%
隔膜（湿法涂覆）	1752	万m2	0.9	0.01	7%	1735	万m2	0.95	0.01	6%
壳体&铝压膜及其他	1	套	0.0	0.02	10%	1	套	0.0	0.02	8%
电芯材料成本合计(元/wh)			0.19		100%			0.26		100%
碳酸锂（正极+电解液含量）	566	t	6.00	0.03	18%	561	t	15.00	0.08	32%
电费	3,000	万kwh	0.40	0.01		3,000	万kwh	0.40	0.01	
人工	60	人	10.00	0.01		60	人	10.00	0.01	
折旧(元/wh)	1	亿		0.01		1	亿		0.01	
其他				0.01					0.01	
电芯材料制造成本合计(元/wh)			0.04					0.04		
合格率			98.0%					98.0%		
产能利用率			100.0%					100.0%		
电芯成本合计（元/wh），不含税			0.234					0.303		
电芯毛利率			15%					15%		
电芯售价（含税，元/wh）			0.284					0.354		

涨价：碳酸锂价格超15万，新项目观望情绪重

- ◆ **储能系统和电芯企业定价：新订单价格传导较快，老订单仍在博弈。** 储能电芯新订单可即使传导碳酸锂涨价，最新价格接近4分/wh，但老订单（如 25Q4签订的合同）尚未传导涨价，仍在谈判。
- ◆ **储能系统和业主方定价：老项目合同签订时基本已确定价格，重新议价概率低，因此老项目成本上涨主要由系统集成商承担（电池企业也会承担一部分，取决双方谈判结果）**
- ◆ **碳酸锂超过15万/吨，国内项目平均收益率低于6%，项目延期：** 电池价格每涨2分，对应irr下降1pct，国内储能项目平均收益率8-10%。考虑其他材料上涨，碳酸锂价格超过15万/吨，一定比例项目受影响（电芯价格+8分，irr下降4pct）；超过20万/吨，较大比例项目受到影响（电芯价格+0.12元，irr下降6pct）。

图：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				
	0.384	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

图：碳酸锂价格对于储能irr弹性测算（甘肃为例）

	储能电站irr	储能电站年运行天数						
	8.60%	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%

结论：碳酸锂价格在15万左右震荡，较难超过20万

- ◆ **若影响国内储能需求20%，则将压制碳酸锂价格。**我们测算，若2026年国内储能需求减少10%，对应碳酸锂需求减少2.5万，供给过剩7万吨，影响有限。若国内储能需求减少20%，碳酸锂需求减少5万吨，过剩接近10万吨，则将影响碳酸锂价格。
- ◆ **碳酸锂价格中枢15万元/吨。**因此我们对碳酸锂价格判断，12万元/吨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，若超过20万元/吨，较大比例项目将延期，预计碳酸锂价格中枢15万元/吨，阶段性突破15-20万元/吨。
- ◆ **季度上看，26年Q1和Q4是相对最紧缺的阶段。**Q2开始小幅改善，需求Q2环比增长10-20%，供给端增量：南美盐湖3-4月到港量增加，国内盐湖3-4月产量恢复，并且新矿山爬坡，释放一定增量。Q3相对过剩，但Q4供给紧缺，**因此碳酸锂价格Q1是阶段性高点，Q2震荡，Q4或再向上。**

图：考虑国内储能项目延期比例，对应碳酸锂过剩程度测算

国内储能需求下修幅度	3%	5%	7%	10%	13%	15%	17%	20%
对应电池减少（GWh）	12.09	20.15	28.21	40.3	52.39	60.45	68.51	80.6
碳酸锂需求减少（万吨）	0.7	1.2	1.7	2.5	3.2	3.7	4.2	4.9
中性供给预测碳酸锂过剩（万吨）	5.7	6.2	6.7	7.5	8.2	8.7	9.2	9.9

个股弹性：看好自有资源大的龙头和弹性标的

总结：核心标的按照15万碳酸锂定价，碳酸锂估值10-15x

- ◆ 剔除其他业务，核心碳酸锂标的，在15万价格下，26年权益资源利润对应PE估值10-15x。若考虑后续新投产能，看28-29年，15万碳酸锂价格下，权益资源利润对应PE估值5-10x，增量资源大的厂商仍有空间。

图：碳酸锂核心标的估值汇总（截至2026年2月24日股价）

		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
权益锂矿（万吨,LCE）	赣锋锂业	8.5	13.7	14	15.1	17.6	18.3
	天齐锂业	11.7	13.1	14.2	14.7	16.1	17.5
	中矿资源	4.8	6.7	7.6	7.6	8.4	9.7
	盛新锂能	3.3	4.5	4.6	6.8	10.4	10.4
	永兴材料	2.2	2.2	2.7	3.9	5.7	5.7
	大中矿业	0	1.7	5	9.5	13	16
	国城矿业	0.5	1.2	2	5	6.5	6.5
	盐湖股份	2.6	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
	藏格矿业	0.9	1.7	2.4	2.7	3.3	3.8
	华友钴业	3.5	8	12.1	12.1	12.2	12.3
	雅化集团	2.6	3.8	3.8	4.1	4.9	4.9
15万元/吨碳酸锂价格对 应锂矿利润（亿元）	赣锋锂业	57	91	92	100	117	122
	天齐锂业	81	91	99	102	111	120
	中矿资源	29	43	49	49	54	62
	盛新锂能	20	28	29	46	73	73
	永兴材料	16	16	20	29	42	42
	大中矿业	0	13	42	79	108	133
	国城矿业	4	8	14	35	46	46
	盐湖股份	29	69	69	69	69	69
	藏格矿业	6	13	19	22	26	31
	华友钴业	21	51	82	87	87	88
	雅化集团	16	23	23	26	31	31
15万元/吨碳酸锂价格对 应公司估值PEx	赣锋锂业	20	13	12	11	9	8
	天齐锂业	10	9	8	8	7	7
	中矿资源	18	12	9	9	8	7
	盛新锂能	19	14	13	8	5	5
	永兴材料	15	15	12	9	6	6
	大中矿业	56	24	11	6	5	4
	国城矿业	113	27	19	8	7	7
	盐湖股份	19	14	14	14	14	14
	藏格矿业	28	16	14	15	15	14
	华友钴业	19	10	8	8	8	8
	雅化集团	15	11	10	9	7	7

赣锋锂业：具备优质锂矿资源的龙头，全产业链布局

- ◆ 公司26年权益资源规模13-15万吨，12万元/吨价格下贡献60亿元利润，15万元/吨价格下贡献91亿元利润；
- ◆ 此外公司电池26年出货量预期42GWh，对应利润8亿元；储能运营利润10亿元。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
澳大利亚 马里昂Marion	50%	精矿 (万吨)	40	55	60	60	60	60
		碳酸锂 (万吨)	5	6.9	7.5	7.5	7.5	7.5
		权益碳酸锂 (万吨)	2.5	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8
		含税完全成本 (万/吨)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
澳大利亚 皮尔巴拉	5%	精矿 (万吨)	64	78	87	89	92	95
		碳酸锂 (万吨)	8	9.8	10.8	11.2	11.5	11.8
		权益碳酸锂 (万吨)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
		含税完全成本 (万/吨)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
非洲马里 Goulamina	65%	精矿 (万吨)	30	48	50	50	50	50
		碳酸锂 (万吨)	3.8	6	6.3	6.3	6.3	6.3
		权益碳酸锂 (万吨)	2.4	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
		含税完全成本 (万/吨)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
阿根廷 Cauchari-Olaroz	47%	碳酸锂 (万吨)	3.5	4	4	4.9	6	6
		权益碳酸锂 (万吨)	1.7	2	2	2.4	2.9	2.9
		含税完全成本 (万/吨)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
阿根廷 Mariana	100%	碳酸锂 (万吨)	0.2	2	1.7	1.7	1.7	1.7
		权益碳酸锂 (万吨)	0.2	2	1.7	1.7	1.7	1.7
		含税完全成本 (万/吨)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
内蒙古 加不斯锆钽矿	70%	碳酸锂 (万吨)	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
		权益碳酸锂 (万吨)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
		含税完全成本 (万/吨)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
内蒙古 维拉斯托锂矿	13%	碳酸锂 (万吨)	0	0	0	0	0	0
		权益碳酸锂 (万吨)	0	0	0	0	0	0
		含税完全成本 (万/吨)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
国内 一里坪盐湖	49%	碳酸锂 (万吨)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
		权益碳酸锂 (万吨)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
		含税完全成本 (万/吨)	4	4	4	4	4	4
青海 德宗海湖 (茫崖凤凰台)	100%	碳酸锂 (万吨)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		权益碳酸锂 (万吨)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		含税完全成本 (万/吨)	4	4	4	4	4	4
合计资源		权益碳酸锂量 (万吨)	9.0	13.7	14.0	15.1	17.6	18.3
合计锂盐							30.4	33.4

- ◆ 若不考虑SQM与智利政府盐湖合资事项，26年天齐权益资源规模13万吨左右。26年，碳酸锂12万元/吨价格下测算，贡献60亿元利润；15万元/吨价格下，贡献91亿元利润。
- ◆ 后续格林布什计划cgp4，同时错拉矿加快前期准备。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
格林布什	26%	精矿（万吨）	170	190	210	210	210	210
		碳酸锂（万吨）	21.3	23.8	26.3	26.3	26.3	26.3
		权益碳酸锂（万吨）	5.5	6.2	6.8	6.8	6.8	6.8
		含税完全成本（万/吨）	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
雅江错拉	80%	精矿（万吨）				1	10	20
		碳酸锂（万吨）	0.0	0.0	0.0	0.1	1.3	2.5
		权益碳酸锂（万吨）	0.0	0.0	0.0	0.1	1.0	2.0
		含税完全成本（万/吨）	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Atacama-SQM	22%	精矿（万吨）				1	10	20
		碳酸锂（万吨）	23.5	26.0	28.0	30.0	32.0	34.0
		权益碳酸锂（万吨）	5.2	5.8	6.2	6.6	7.1	7.5
		含税完全成本（万/吨）	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Holland-SQM	11%	精矿（万吨）	34	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25
		碳酸锂（万吨）	4.3	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
		权益碳酸锂（万吨）	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
		含税完全成本（万/吨）	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
合计资源		权益碳酸锂量（万吨）	11.7	13.1	14.2	14.7	16.1	17.5
合计锂盐		销量（万吨）	7.8	10	11	13	15	18

- ◆ 26年Bikita硫酸锂产能投产，透锂长石成本下降，预计出货量将达到6-7万吨，基本打满；另外Tanco可空闲0.4万吨。12万元/吨价格下，贡献28亿元利润；15万元/吨价格下，贡献43亿元利润。
- ◆ 公司主业业务稳定，色沕预计2025-2028年贡献7-8亿元利润；金属铜26年开始起量，规划10万吨产能。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Bikita	100%	精矿 (万吨)	36.0	50.3	57.5	57.5	57.5	57.5
		碳酸锂 (万吨)	4.5	6.3	7.2	7.2	7.2	7.2
		权益碳酸锂 (万吨)	4.5	6.3	7.2	7.2	7.2	7.2
		含税完全成本 (万/吨)	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Tanco	100%	精矿 (万吨)	2.0	3.2	3.2	3.2	10.0	20.0
		碳酸锂 (万吨)	0.3	0.4	0.4	0.4	1.3	2.5
		权益碳酸锂 (万吨)	0.3	0.4	0.4	0.4	1.3	2.5
		含税完全成本 (万/吨)	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
色沕		利润 (亿元)	7.0	7.4	7.7	8.1	8.5	8.9
		PEX	20	20	20	20	20	20
		市值 (亿元)	140	147	154	162	170	179
铜		销量 (万吨)		1	5	7	10	10
		单价 (万/吨)		10	10	10	9	9
		单吨成本 (元/吨)		5	4	4	4	4
		单吨利润 (元/吨)		3	4	3	3	3
		利润 (亿元)		2.2	12.2	15.5	19.9	17.8
		PEX		20	15	15	15	15
		市值 (亿元)		44	183	232	298	267

- ◆ 26年打满权益资源量4.5万吨，锂盐出货量11万吨；12万元/吨碳酸锂价格下，贡献18亿元利润；15万元/吨价格下，贡献28亿元利润。
- ◆ 增量资源来自木绒矿，28年开始投产，对应碳酸锂8万吨，公司权益量为88%。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
非洲萨比星	100%	精矿（万吨）	20	30	30	30	30	30
		碳酸锂（万吨）	2.5	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
		权益碳酸锂（万吨）	2.5	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
		含税完全成本（万/吨）	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
四川奥依诺	75%	精矿（万吨）	8	8	8	8	8	8
		碳酸锂（万吨）	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
		权益碳酸锂（万吨）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		含税完全成本（万/吨）	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
四川木绒矿	88%	精矿（万吨）	0	0	1	25	62.5	62.5
		碳酸锂（万吨）	0.0	0.0	0.1	3.1	7.8	7.8
		权益碳酸锂（万吨）	0.0	0.0	0.1	2.3	5.9	5.9
		含税完全成本（万/吨）	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
合计资源		权益碳酸锂量（万吨）	3.3	4.5	4.6	6.8	10.4	10.4
合计锂盐		销量（万吨）	7	11	13	15	17	20

- ◆ 26年化山瓷石矿和白水洞高岭土矿合计碳酸锂3.3万吨，权益规模2.2万吨。并且公司将采矿证扩至900万吨（权益70%），同步办理安全生产许可证等，同时公司计划再新增2万吨冶炼产能，投产后可以达到5万吨碳酸锂产能，对应权益630万吨原矿，预计2027年投产。
- ◆ 公司含税全成本低于5万元/吨。按照碳酸锂价格12万元/吨，26年对应利润11-12亿元，15万元/吨价格对应利润16-17亿元。
- ◆ 公司主业为特种钢，每年贡献3-4亿元利润。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
化山瓷石矿	70%	精矿（万吨）	300.0	300.0	400.0	600.0	900.0	900.0
		碳酸锂（万吨）	2.5	2.5	3.3	5.0	7.5	7.5
		权益碳酸锂（万吨）	1.8	1.8	2.3	3.5	5.3	5.3
		含税完全成本（万元/吨）	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
白水洞高岭土矿	49%	精矿（万吨）	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
		碳酸锂（万吨）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		权益碳酸锂（万吨）	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
		含税完全成本（万元/吨）	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
合计		权益碳酸锂量（万吨）	2.2	2.2	2.7	3.9	5.7	5.7

- ◆ 公司两个矿山，鸡脚山锂云母矿26H2先投产5000吨LC，26年再投二期3.5万吨，28投三期4万吨，合计8万吨，采用独特的提锂技术，可回收硫酸钾，降本超1万/吨；四川加达，预计26H1获得采矿证，一期选矿对应4万吨碳酸锂，指引26年出货量1.6万吨，后再建二期，合计8万吨产能。
- ◆ 按照12万元/吨碳酸锂价格，公司2027年对应碳酸锂利润30亿元，15万元/吨价格对应42亿元利润。
- ◆ 主业为铁矿石，平均每年贡献10亿元利润。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
湖南鸡脚山	100%	精矿（万吨）						
		碳酸锂（万吨）	0.0	0.2	2.0	4.0	5.0	8.0
		权益碳酸锂（万吨）	0.0	0.2	2.0	4.0	5.0	8.0
		含税完全成本（万/吨）		4.5	4.0	4.0	4.0	4.0
四川加达	100%	精矿（万吨）	0	12	24	44	64	64
		碳酸锂（万吨）	0.0	1.5	3.0	5.5	8.0	8.0
		权益碳酸锂（万吨）	0.0	1.5	3.0	5.5	8.0	8.0
		含税完全成本（万/吨）		4.5	4.0	4.0	4.0	4.0
合计		权益碳酸锂量（万吨）	0.0	1.7	5.0	9.5	13.0	16.0
主业	铁矿石	利润（亿元）	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
		PEX	10	10	10	10	10	10
		市值（亿元）	100	100	100	100	100	100

- ◆ 公司持有阿坝锂矿48%股权比例，采矿证当前100万吨，26H1预计将获得500万吨，合计对应碳酸锂当量13.5万吨。我们预计26年碳酸锂出货2.5万吨，权益1.2万吨；27年4-5万吨，权益2万吨+。后续集团持股的25%比例，有望注入上市公司
- ◆ 27年，按照碳酸锂12万元/吨价格，对应锂矿利润10亿元；碳酸锂价格15万元/吨，对应利润14-15亿元。
- ◆ 主业为钼矿、锌铅矿、钛白粉，钼矿持股比例60%，2026-2027年贡献6亿元利润；2025-2030年预计锌铅矿年利润2亿元，较稳定；2025-2027年钛白粉年亏损1-2亿元，但持续改善。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
阿坝	48%	精矿（万吨）	8	20	33	83	108	108
		碳酸锂（万吨）	1.0	2.5	4.2	10.4	13.5	13.5
		权益碳酸锂（万吨）	0.5	1.2	2.0	5.0	6.5	6.5
		含税完全成本（万/吨）	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
合计		权益碳酸锂量（万吨）	0.5	1.2	2.0	5.0	6.5	6.5
主业	其他业务	钼60%持股（亿元）		6.0	6.0	10.0	10.0	10.0
		锌铅矿（亿元）	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
		钛白粉（亿元）	-2.0	-1.5	-1.0	0.0	0.0	0.0
		合计利润（亿元）	0.0	6.5	7.0	12.0	12.0	12.0
		PEX	10	10	10	10	10	10
		市值（亿元）	0	65	70	120	120	120

- ◆ 公司碳酸锂资源分三部分：一是老产能4万吨，持股比例51%，但利润分成70%，满产；二是新一期的4万吨产能，25年9月投产，当年贡献0.5万吨产能，26年满产；另外一里坪持股58%，有1.8万吨产能，满产。26年权益碳酸锂7.2万吨，后续五矿集团预计仍有其他资源注入。公司成本较低，含税全成本低于3.5万/吨。
- ◆ 按照碳酸锂价格12万元/吨测算，对应锂矿利润51亿元；按照价格15万元/吨测算，对应利润70亿元。
- ◆ 公司主业为钾肥，权益产能515万吨，预计2026-2030每年可贡献70亿元+利润。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
察尔汗盐湖	51%	精矿（万吨）						
		碳酸锂（万吨）	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
		权益碳酸锂（万吨）	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
		含税完全成本（万/吨）	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
察尔汗盐湖	100%	精矿（万吨）						
		碳酸锂（万吨）	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
		权益碳酸锂（万吨）	0.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
		含税完全成本（万/吨）	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
一里坪	58%	精矿（万吨）						
		碳酸锂（万吨）		1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
		权益碳酸锂（万吨）	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
		含税完全成本（万/吨）	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
合计		权益碳酸锂量（万吨）	2.6	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
其他业务	钾肥	销量（万吨）	500	515	515	515	515	515
		单价（元/吨）	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
		单吨成本（元/吨）	950	950	950	950	950	950
		单吨利润（元/吨）	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
		利润（亿元）	68.8	70.9	70.9	70.9	70.9	70.9
		PEX	15	15	15	15	15	15
		市值（亿元）	1,033	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064

- ◆ 公司碳酸锂资源分两部分：一是察尔汗盐湖，1.1万吨，25Q3暂停过一段时间，已恢复满产；二是麻米措盐湖，持股比例27%，后续有望收购藏青基金部分股权，提高持股比例，该盐湖规划10万吨，一期5万吨将于26年8月投产，指引26年贡献2-2.5万吨，大储后全成本可降至3-3.5万。
- ◆ 按照碳酸锂价格12万元/吨测算，对应26年锂矿利润9-10亿元；按照15万元/吨测算，对应利润13-14亿元。
- ◆ 公司主业为钾肥，产能120万吨，2025-2027年预计可贡献14亿元+利润；铜35万吨产能，持股比例30.78%，2026-2027年可贡献50-60亿元利润。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
察尔汗盐湖	100%	精矿 (万吨)						
		碳酸锂 (万吨)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
		权益碳酸锂 (万吨)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
		含税完全成本 (万/吨)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
麻米措	27%	精矿 (万吨)						
		碳酸锂 (万吨)	0.0	2.3	5.0	6.0	8.0	10.0
		权益碳酸锂 (万吨)	0.0	0.6	1.3	1.6	2.2	2.7
		含税完全成本 (万/吨)	7.0	4.5	4.0	4.0	4.0	4.0
合计		权益碳酸锂量 (万吨)	0.9	1.7	2.4	2.7	3.3	3.8
	钾肥	销量 (万吨)	108	104	104	110	132	158
		利润 (亿元)	14.7	14.1	14.1	14.9	17.8	21.2
		PEX	15	15	15	15	15	15
		市值 (亿元)	220	212	212	223	266	318
	铜	销量 (万吨)	19	30	35	35	35	35
		利润 (亿元)	26.4	52.9	61.7	52.8	44.7	45.5
		PEX	20	20	15	15	15	15
		市值 (亿元)	529	1,057	925	791	671	682

- ◆ 公司碳酸锂资源主要是津巴布韦的Arcadia锂矿，硫酸锂产能25年底陆续投产，26H2月均碳酸锂当量可达到1万吨，26年指引8万吨，27年12万吨，且全成本可降至6万/吨以内。26年，按照碳酸锂价格12万元/吨测算，对应锂矿利润33亿元；按照价格15万元/吨测算，对应利润51亿元。
- ◆ 公司其他业务：1) 镍：镍冶炼权益产能14.7万吨，26年按镍价格1.8万美元/吨，对应利润54亿元；2) 金属钴：权益销量1.3万吨，价格若在45万元/吨，26年对应利润27亿元。3) 铜：2025-2030年利润预期7-8亿元；4) 三元：2025-2030年利润贡献预期3-4亿元。26年预计公司其他业务合计利润91亿元。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Arcadia	100%	精矿 (万吨)	28.0	64.0	96.0	96.0	96.0	96.0
		碳酸锂 (万吨)	3.5	8.0	12.0	12.0	12.0	12.0
		权益碳酸锂 (万吨)	3.5	8.0	12.0	12.0	12.0	12.0
		含税完全成本 (万元/吨)	7.0	6.5	6.0	5.5	5.5	5.5
Manono	2%	精矿 (万吨)		5.0	30.0	50.0	80.0	100.0
		碳酸锂 (万吨)		0.6	3.8	6.3	10.0	12.5
		权益碳酸锂 (万吨)		0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
		含税完全成本 (万元/吨)		7.0	6.0	5.5	5.5	5.5
合计		权益碳酸锂量 (万吨)	3.5	8.0	12.1	12.1	12.2	12.3
		权益销量 (万吨)	14.7	14.7	17.1	21.1	22.6	22.6
		镍						
		单价 (万/吨, 美元)	1.5	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
		单吨利润 (万/吨, 美元)	0.27	0.52	0.53	0.46	0.46	0.46
		利润 (亿元)	27.6	53.9	63.8	67.7	73.1	73.1
		钴						
		销量 (万吨)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
		利润 (亿元)	13.3	26.7	26.7	17.2	12.4	12.4
		铜						
		利润 (亿元)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
		三元						
		利润 (亿元)	3	3	3	3	3	3

- ◆ 公司碳酸锂资源分两部分：一是非洲KMC，35万吨精矿，折4.4万吨碳酸锂，对应权益3万吨，26年满产，继续后续拓展100万吨增量精矿产能；二是李家沟，持股比例37%，26年精矿18万吨，权益碳酸锂贡献0.8万吨，后续有望提升至40万吨精矿。因此26年合计权益资源对应3.8万吨碳酸锂，锂盐产能10万吨。
- ◆ 26年，按照碳酸锂价格12万元/吨测算，对应锂矿利润14-15亿元；按照价格15万元/吨测算，对应利润23亿元。
- ◆ 公司主业为民爆业务，国内稳定贡献5.5亿元利润，积极拓展海外大矿服务，预计年复合20-30%增长。

图：碳酸锂资源产量预测

锂矿	权益		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
KMC	68%	精矿（万吨）	24	35	35	35	35	35
		碳酸锂（万吨）	3.0	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
		权益碳酸锂（万吨）	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
		含税完全成本（万元/吨）	7.0	7.0	6.8	6.5	6.0	6.0
李家沟	37%	精矿（万吨）	12	18	18	25	40	40
		碳酸锂（万吨）	1.5	2.3	2.3	3.1	5.0	5.0
		权益碳酸锂（万吨）	0.6	0.8	0.8	1.2	1.9	1.9
		含税完全成本（万元/吨）	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
资源合计		权益碳酸锂量（万吨）	2.6	3.8	3.8	4.1	4.9	4.9
锂盐合计		销量（万吨）	6	10	12	15	17	20
主业	民爆业务	利润（亿元）	5.5	6.9	8.6	10.7	12.9	15.5

投资建议与风险提示

◆ **投资建议：看好碳酸锂2年价格向上周期。**剔除其他业务，核心碳酸锂标的，在15万元/吨碳酸锂价格下，当前看26年权益资源的利润对应PE估值10-15x。若考虑后续新投产能，看28-29年，15万元/吨碳酸锂价格下，对应PE估值5-10x，增量资源大的厂商仍有空间。看好具备优质资源且利润弹性较大的公司，推荐赣锋锂业、中矿资源、永兴材料、盛新锂能、华友钴业、雅化集团、天齐锂业、藏格矿业，关注天华新能、大中矿业、国城矿业、盐湖股份等。

表：相关公司估值表（截至2026年2月24日收盘价，盈利预测为东吴证券研究所电新组内部预测）

证券代码	名称	总市值	股价 (元/股)	归母净利润（亿元）			PE			评级
		(亿元)		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002466.SZ	天齐锂业	882	53	4	9	14	197	102	61	买入
002460.SZ	赣锋锂业	1414	70	15	94	109	95	15	13	买入
002756.SZ	永兴材料	297	55	7	10	14	42	30	21	买入
000408.SZ	藏格矿业	1313	84	39	75	90	34	18	15	买入
002738.SZ	中矿资源	629	87	5	14	23	140	45	27	买入
002497.SZ	雅化集团	324	28	6	28	32	50	12	10	买入
002240.SZ	盛新锂能	384	42	-6	5	10	-64	70	38	买入

- ◆ **需求不及预期：**碳酸锂价格导致储能项目收益率下降，项目延期；导致车企盈利下降，销量下调。
- ◆ **供给超预期：**碳酸锂价格上行，导致项目收益率提升，产能建设速度加快。
- ◆ **地缘政治风险：**碳酸锂资源较多来自南美、澳大利亚、非洲等地，当地政策变化将影响资源供给
- ◆ **新技术迭代风险：**碳酸锂价格上行，钠电等新技术经济性相对提升，或在一些应用领域将替代锂电。

免责声明

- 东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
- 本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
- 市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
- 本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。
- **东吴证券投资评级标准**
- 投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：
- 公司投资评级：
 - 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；
 - 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；
 - 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；
 - 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
 - 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。
- 行业投资评级：
 - 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；
 - 中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；
 - 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。
- 我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

- 东吴证券研究所
- 苏州工业园区星阳街5号
- 邮政编码：215021
- 传真：（0512）62938527

司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券财富家园