

赣锋锂业 (002460.SZ)

强烈推荐 (维持)

量价齐升，锂资源龙头业绩强势复苏

周期/金属及材料
当前股价: 88.68 元

公司发布财报, 2025 年营业收入 230.82 亿元, 同比+22.08%; 归母净利润 16.13 亿元, 实现扭亏。26Q1, 公司实现营业收入 91.96 亿元, 同比+143.81%; 归母净利润 18.37 亿元, 较上年同期扭亏, 环比增 15.7%。

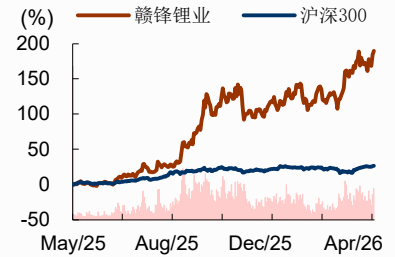
基础数据

总股本 (百万股)	2097
已上市流通股 (百万股)	1211
总市值 (十亿元)	185.9
流通市值 (十亿元)	107.4
每股净资产 (MRQ)	22.2
ROE (TTM)	8.2
资产负债率	55.3%
主要股东	李良彬
主要股东持股比例	18.06%

□ 2025 年上半年锂产品价格创下新低后强势反弹, 业绩扭亏为盈。公司 2025 年锂产品出货量达 18.5 万吨 (LCE 当量), 同比增长 42%。2025 年扭亏为盈。一方面, 投资收益 18 亿, 增加 17 亿元, 其中出售深圳易储数智能源集团有限公司及其下属子公司贡献 13.52 亿投资。此外, 公允价值变动收益 1.1 亿元, 2024 年-14.8 亿元。2026 年 Q1 利润增长, 主因主产品量价齐升驱动业绩。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	34	191
相对表现	13	33	164



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 电池业务盈利明显改善, 动力储能出货量大增。2025 年电池业务收入 82.34 亿元, 同比增长 40%, 毛利率 14.6%, 同比提升 2.9 个百分点。其中锂电池 (消费电子) 销量 4.25 亿只, 同比增加 27.3%; 锂电池 (动力储能) 销量 17,817.74Mwh, 同比增加 117%。

□ 公司锂资源类型多元、结构均衡。截至 2026 年 3 月, 公司已探明资源量为 6668 万吨 LCE 当量, 权益资源量 4217 万吨 LCE 当量。其中锂辉石已探明资源量为 2102 万吨 LCE, 权益资源量 634 万吨 LCE; 锂盐湖已探明资源量为 3305 万吨 LCE, 权益资源量 2487 万吨 LCE; 锂云母已探明资源量为 1261 万吨 LCE, 权益资源量 1096 万吨 LCE; 锂黏土已探明资源量为 882 万吨 LCE, 权益资源量 882 万吨 LCE。

相关报告

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
张洵伊 研究助理
zhangxunyi@cmschina.com.cn

□ 多个锂资源项目投产爬产: 阿根廷 Cauchari-Olaroz 一期 4 万吨 LCE/年产能利用率爬升, 二期规划年产能 4.5 万吨 LCE, 已于 2025 年 12 月向当地政府提交环境许可的申请。阿根廷 Mariana 2025 年 2 月一期年产能 2 万吨氯化锂生产线正式投产并逐步释放产能。马里 Goulamina 锂辉石矿项目 2025 年 6 月完成首批锂精矿装船发往国内。逐步推进 PPGS 项目的产能建设, 远期产能规划约为 15 万吨 LCE。

□ 公司电池及 PACK 系统产品体系丰富、产能布局高效。依托上游锂资源及全产业链优势, 赣锋锂业锂电池业务覆盖固态、动力、消费、聚合物、储能电池及系统等多类产品, 已在东莞、宁波、苏州、新余、惠州、重庆等地布局生产基地。

□ 维持“强烈推荐”评级。测算公司 2026、2027、2028 年净利润分别 86.2、90.7、118.4 亿元, 分别对应市盈率 22、21、16 倍。公司是全球一体化龙头锂产业公司, 资源全球布局, 多项目投产促公司成长性。

□ 风险提示: 海外业务地缘政治与运营风险、下游需求不及预期、锂供给超预期释放风险等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	18906	23082	46212	57849	72567
同比增长	-43%	22%	100%	25%	25%
营业利润(百万元)	(2296)	1187	10425	10939	14342
同比增长	-144%	152%	778%	5%	31%
归母净利润(百万元)	(2074)	1613	8616	9069	11836
同比增长	-142%	178%	434%	5%	31%

每股收益(元)	-0.99	0.77	4.11	4.33	5.65
PE	-89.6	115.3	21.6	20.5	15.7
PB	4.5	4.1	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 头部锂企，全球布局.....	5
1、 股权结构.....	5
2、 发展历程和业务布局.....	5
3、 财务和业务数据.....	6
4、 全产业链、全球布局的锂业龙头.....	9
二、 全产业链均衡发展，持续稳固行业地位.....	10
三、 锂电再次步入上行周期.....	14
四、 盈利预测.....	15
五、 风险提示.....	17

图表目录

图 1 公司股权结构.....	5
图 2 公司发展历程.....	6
图 3 营业收入及 yoy.....	7
图 4 归母净利润及 yoy.....	7
图 5 分业务收入（亿元）.....	7
图 6 分业务毛利（亿元）.....	7
图 7 分业务毛利率（%）.....	8
图 8 现金流变化情况.....	8
图 9 费用率变动趋势.....	8
图 10 赣锋锂业业务板块.....	9
图 11 赣锋锂业业务布局.....	10
图 12 赣锋回收解决方案示意图.....	13
图 13 25H1 价格重心下移，25H2 供应减量+需求超预期，锂价震荡上涨.....	15
图 14: 赣锋锂业历史 PE Band.....	16
图 15: 赣锋锂业历史 PB Band.....	16
表 1: 主要产品销量.....	8
表 2: 截至 2026 年 3 月公司锂资源情况.....	10

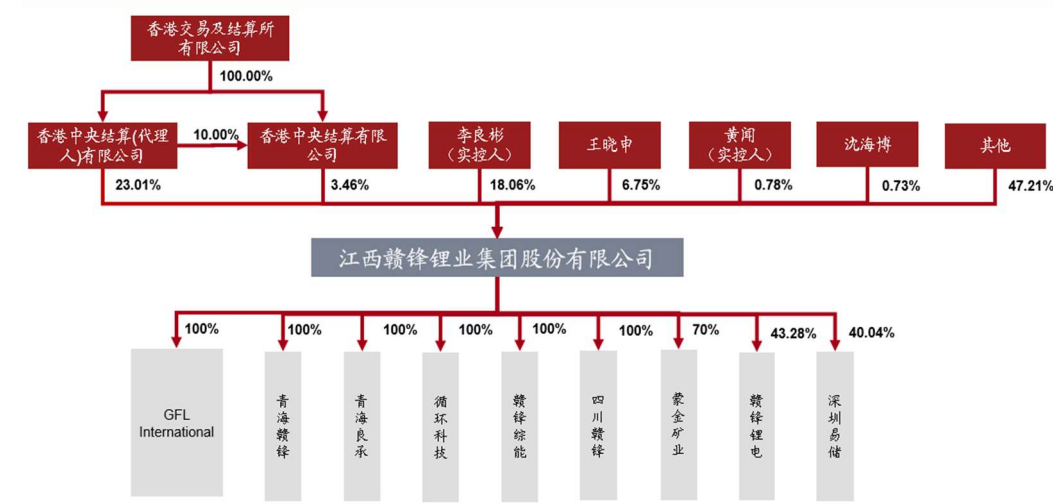
表 3: 主要矿产项目的开发进展	11
表 4: 截至 2026 年 3 月公司锂盐产品产能	11
表 5: 截至 2026 年 3 月公司电池及 PACK 系统生产基地	12
表 6: 碳酸锂供需平衡 (万吨)	14
表 7: 公司收入结构假设 (亿元)	16
附: 财务预测表	18

一、头部锂资源企业，全球布局

1、股权结构

赣锋锂业是全球领先的锂生态企业。江西赣锋锂业集团股份有限公司（以下简称“赣锋锂业”），股票代码（002428.SZ / 01772.HK）是全球最大的锂化合物生产商之一，业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用的完整产业链。公司产品涵盖电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂、金属锂、固态电池等，广泛应用于新能源汽车、储能、消费电子等领域。公司无控股股东，实际控制人是李良彬和黄闻，合计持有公司 18.84% 的股权，李良彬任公司董事长，王晓申任总裁，两人均为公司创始人，深度参与公司战略决策与日常经营。股权结构上，实际控制人之间构成一致行动关系，公司已在中国大陆、中国香港两地上市，持股平台 HKSCC NOMINEES LIMITED 持有公司 23.01% 的股份。

图 1 公司股权结构



资料来源：Wind、招商证券

2、发展历程和业务布局

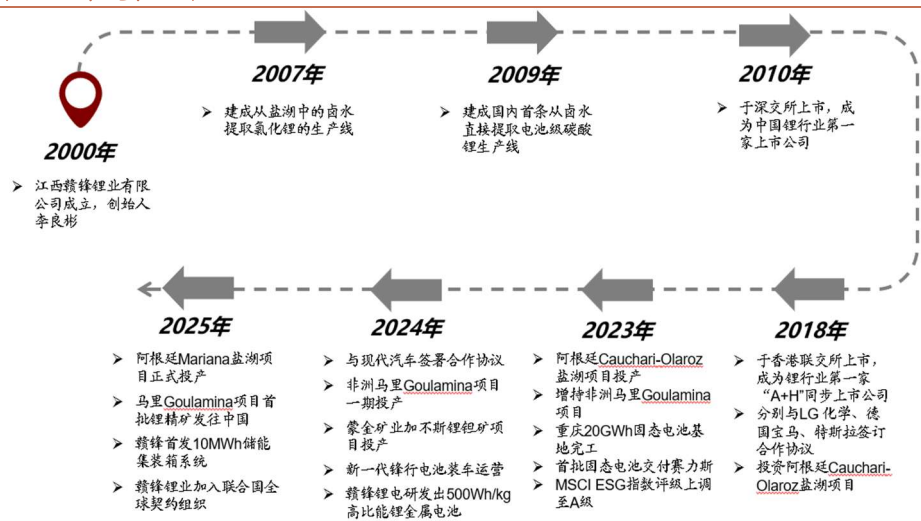
锂行业全产业链布局，一体化优势突出。赣锋锂业前身为江西赣锋锂业有限公司，于 2000 年成立，创始人为李良彬。2003 年公司建成金属锂生产基地，规模化生产开始起步，次年进一步建成金属锂和氯化锂生产线，为技术创新奠定基础。2007 年，公司建成从盐湖卤水中提取氯化锂的生产线，突破了盐湖提锂的技术瓶颈。2009 年，公司建成国内首条从卤水直接提取电池级碳酸锂的生产线，填补了国内在该领域的技术空白，为后续进入电池级锂盐市场奠定了重要基础。2010 年公司在深交所上市，成为中国锂行业第一家上市公司。

国际化布局加速，全球资源与客户网络同步深化。2011 年公司收购加拿大国际锂业 9.9% 的股份，开始布局境外锂资源，而 2018 年是赣锋锂业国际化的重要里程碑，公司在香港联交所上市，成为锂行业第一家“A+H”同步上市公司。同年，公司与 LG 化学签订《供货合同》，为其供应化工产品；与德国宝马签订《战略合作协议》，为其指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品；与特斯拉签订

《战略合作协议》，其电池供货商向赣锋采购电池级氢氧化锂产品。此外，公司还投资了 Minera Exar 公司，获得阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目部分权益，全球资源布局进一步深化。

全球资源项目集中投产，完整锂生态产业链布局成型。 阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖项目于 2023 年正式投产，规划产能 4 万吨碳酸锂，重庆固态电池生产基地同步完工，首批车用固态电池交付赛力斯。同年 MSCI ESG 指数评级将公司上调至 A 级，国际资本市场对公司治理水平的认可度显著提升。2024 年，公司与现代汽车签署合作协议，拓展全球客户网络；非洲马里 Goulamina 项目一期及蒙金矿业加不斯铌钽矿相继投产，赣锋锂电研发出 500Wh/kg 的高比能锂金属电池，保持着技术领先。2025 年，阿根廷 Mariana 盐湖项目投产，马里项目首批锂精矿发往中国，海外资源开始反哺国内生产。该年度公司首发了 10MWh 储能集装箱系统，并正式加入联合国全球契约组织，完成了从资源开采到电池回收的完整锂生态产业链布局。

图 2 公司发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

3、财务和业务数据

营业收入整体呈现上升态势，利润波动幅度大于营收。2019年至2022年，公司营业收入由53.42亿元快速增长至418.23亿元，2022年同比增长高达274.7%，归母净利润同期从3.58亿元增长至205.04亿元，展现强劲扩张势头。2023年营业收入有所回落，2024年更是下跌至189.06亿元，同比下降42.7%，归母净利润同步回落至-20.74亿元，主要受锂行业周期下行、产品价格下跌影响。2025年营收恢复至230.82亿元，同比增长22.1%，归母净利润反弹至16.13亿元，2026年一季度营业收入高达91.96亿元，同比大幅增长143.8%，归母净利润现已达到18.37亿元，重回高增长轨道，显示公司已走出行业低谷，进入新一轮上升周期。

图 3 营业收入及 yoy

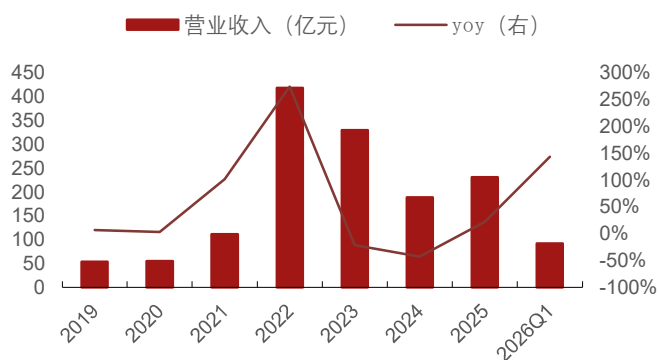
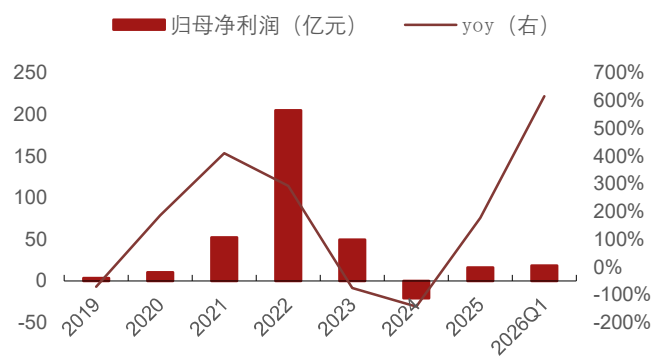


图 4 归母净利润及 yoy



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

公司收入结构向锂产品与锂电池双轮驱动转变。 锂系列产品收入从 2019 年的 41.61 亿元增长至 2025 年的 128.76 亿元，始终是公司第一大收入来源。锂电池及其材料业务增长则更为迅猛，由 2019 年的 6.03 亿元快速攀升至 2025 年的 82.34 亿元，收入占比持续提升。毛利结构方面，锂系列产品毛利已由 2019 年的 11.3 亿元增长至 2022 年的 194.03 亿元，随后回落至 2025 年的 19.99 亿元，呈现出明显的周期波动，但仍是公司利润的核心来源。锂电池及其材料毛利从 2019 年的 0.83 亿元增长至 2025 年的 12.02 亿元，盈利能力稳步增强。整体而言，锂系列产品依旧贡献主要收入和利润，但锂电池业务正在快速成长为公司第二增长极。

锂系列产品毛利率呈现大幅周期波动，锂电池毛利率相对平稳。 锂系列产品毛利率从 2019 年的 27.17% 上升至 2022 年的 56.11%，随后快速回落至 2024 年的 10.47%，2025 年小幅回升至 15.52%。锂电池及其材料毛利率相对稳定，2019 年至 2025 年基本维持在 11% 至 18% 区间，抗周期能力较强。

图 5 分业务收入 (亿元)

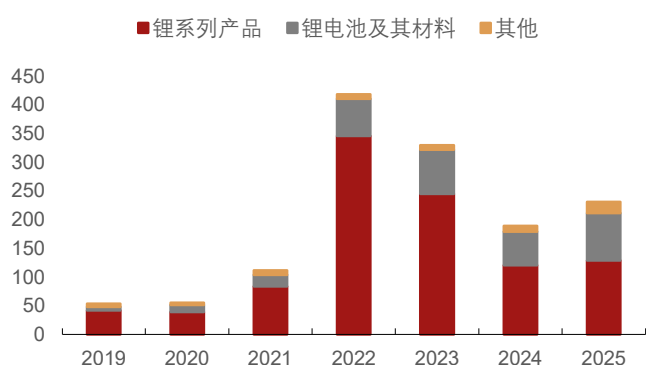
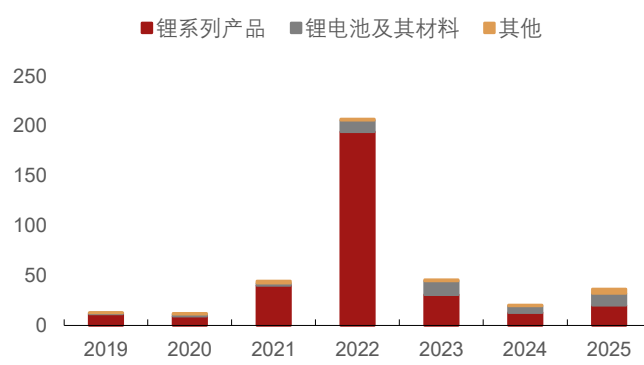


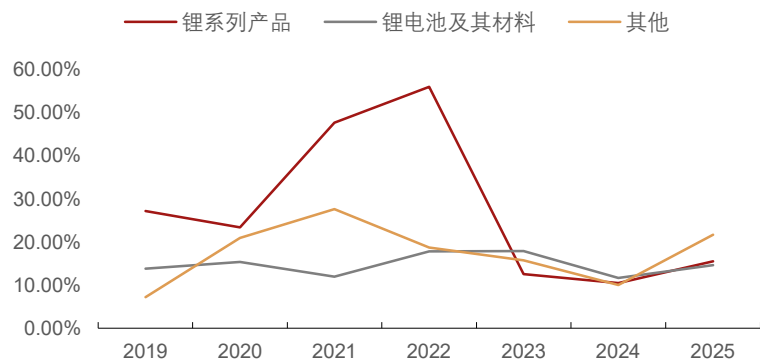
图 6 分业务毛利 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

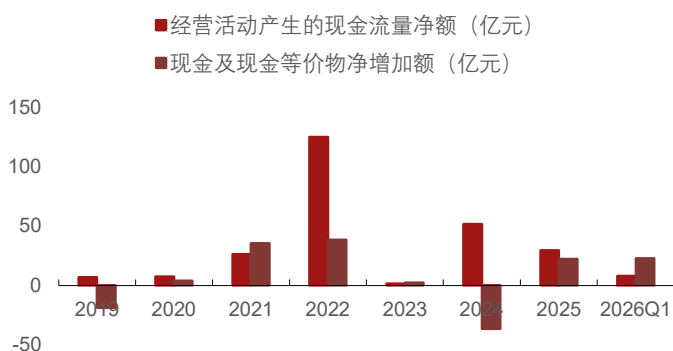
图 7 分业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

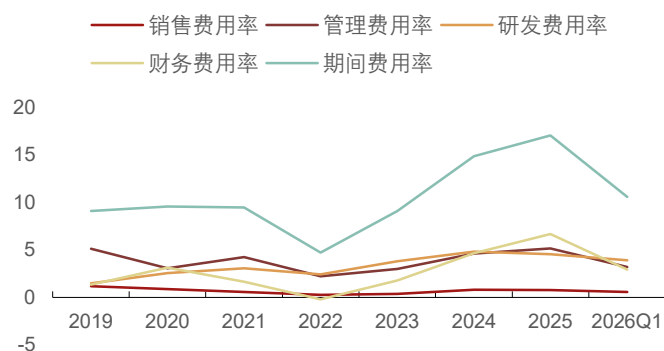
经营活动现金流波动较大，期间费用率近年有所上升。经营活动现金流量净额从 2019 年的 6.69 亿元增长至 2022 年的 124.91 亿元，2025 年回落至 29.45 亿元，2026 年第一季度已达到 7.87 亿元，与锂价周期高度相关。现金及现金等价物净增加额同步波动，2022 年达 38.39 亿元，2024 年为 -36.52 亿元，2026 年第一季度增长至 22.8 亿元。期间费用率方面，从 2019 年的 9.09% 逐步下降至 2022 年的 4.72%，随后回升至 2025 年的 17.04%，其中财务费用率和研发费用率在 2024-2025 年明显增加，导致整体费用水平走高。2026 年一季度期间费用率为 10.54%，主要因销售费用率及财务费用率等均降至近年来较低水平。

图 8 现金流变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 9 费用率变动趋势



资料来源：公司公告、招商证券

主要产品产销量持续增长。2020-2025 年，公司基础化学材料销量折 LCE 当量从 6.3 万吨增至 18.5 万吨。2023-2025 年，公司动力储能出货量从 8,199.19Mwh 增至 17,817.74Mwh，消费电子出货量从 27,942.76 万只增至 42,507.98 万只。

表 1: 主要产品销量

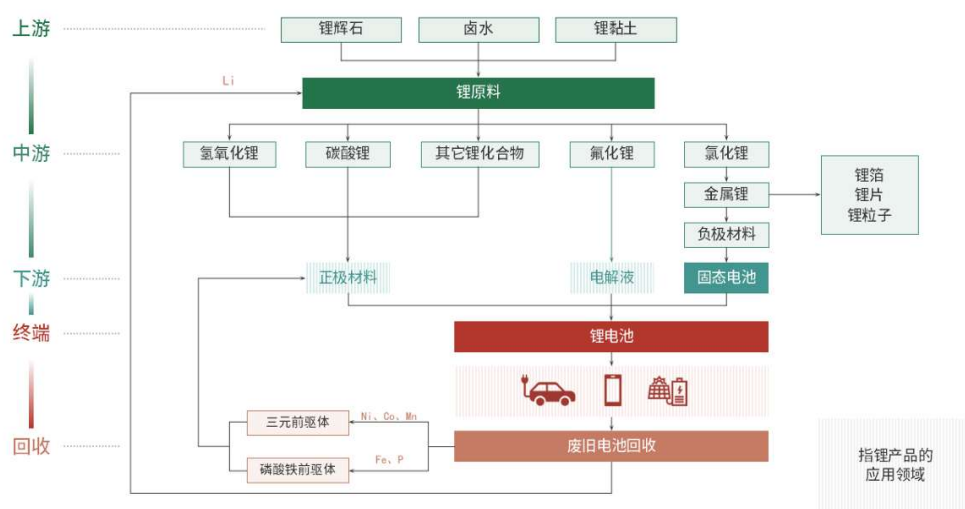
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
基础化学材料 (吨 LCE)	63,013.64	90,718.41	97,362.73	101,816.17	129,728.35	184,829.48
锂电池系列 (万只)		11,855.11	18,559.04			
锂电池系列-动力储能 (Mwh)				8,199.19	8,195.40	17,817.74
锂电池系列-消费电子 (万只)				27,942.76	33,387.79	42,507.98

资料来源：公司公告、招商证券

4、全产业链、全球布局的锂业龙头

赣锋锂业拥有完整的锂生态系统。公司是世界领先的锂生态企业，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一，完善的产品供应组合能够满足客户独特且多元化的需求。公司从中游锂化合物及金属锂制造起步，成功扩大到产业价值链的上下游。公司已经形成垂直整合的业务模式，业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合利用，各个业务板块间有效发挥协同效应，以提升运营效率及盈利能力，巩固市场地位，收集最新市场信息及发展顶尖技术。公司产品广泛应用于电动汽车、储能、航空航天、功能材料及制药等应用领域，大部分客户均为各自行业的全球领军者。

图 10 赣锋锂业业务板块



资料来源：公司公告、招商证券

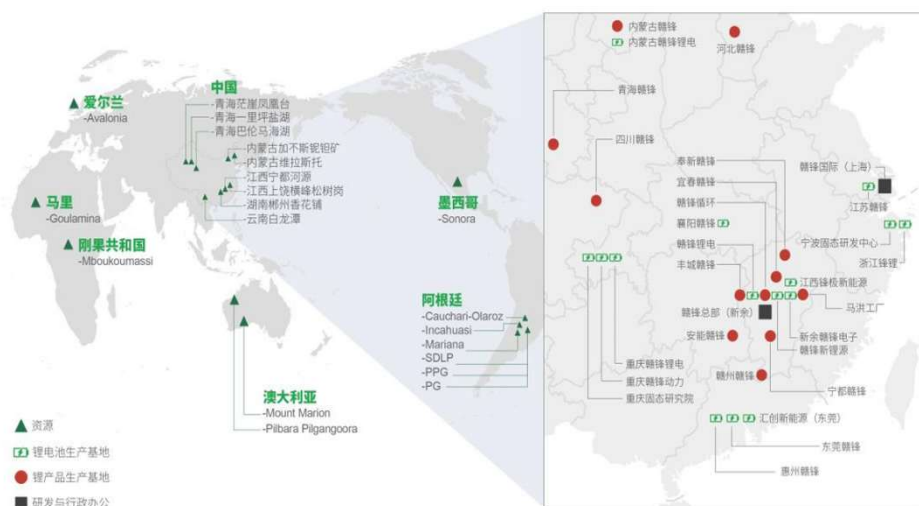
赣锋锂业构建了覆盖全球的一体化业务网络。公司贯通锂资源开发、锂产品加工、锂电池制造、回收利用及研发办公的全产业链，实现了资源端的全球化布局与制造端的本土化深耕。

在资源端，公司布局了全球核心锂资源带：在澳大利亚拥有 Mount Marion、Pilbara Pilgangoora 两大锂辉石项目，在阿根廷开发 Cauchari-Olaroz、Mariana、PPG 等多个优质锂盐湖资产，在马里、爱尔兰、墨西哥、刚果（金）等地也布局了锂辉石、锂黏土等资源项目，同时在国内青海、内蒙古、江西、湖南等地拥有锂盐湖、锂云母资源，为全产业链发展筑牢了资源安全底座。

在生产制造端，公司以国内为核心构建了完善的产能矩阵：锂化合物及金属锂生产基地覆盖江西奉新、宜春、新余、丰城，四川达州，青海海西州等地；锂电池业务则在江西新余、江苏苏州、广东东莞 / 惠州、重庆、内蒙古等地布局了动力电池、储能电池、消费类电池及 PACK 系统产线，同时搭建了从锂回收溶液、三元前驱体到废料处理的回收体系，实现产业链闭环。

此外，公司在江西新余设立总部及核心研发中心，在上海、重庆、宁波等地布局研发与行政办公节点，构建了“资源全球化 + 制造本土化 + 研发前沿化”的全链条竞争优势，为全球客户提供从锂资源到电池应用的一站式解决方案。

图 11 赣锋锂业业务布局



资料来源：公司公告、招商证券

二、全产业链均衡发展，持续稳固行业地位

公司锂资源类型多元、结构均衡。公司持续关注全球范围内的优质资源及配套项目，做好资源项目与生产项目的产能配套，公司投产资源所在地已覆盖马里、澳大利亚、阿根廷、中国，资源种类包括锂辉石、盐湖及锂云母，多元化的资源供给体系，逐步加强公司的原材料供应链韧性。截至 2026 年 3 月，公司已探明资源量为 6668 万吨 LCE 当量，权益资源量 4217 万吨 LCE 当量。其中锂辉石已探明资源量为 2102 万吨 LCE，权益资源量 634 万吨 LCE；锂盐湖已探明资源量为 3305 万吨 LCE，权益资源量 2487 万吨 LCE；锂云母已探明资源量为 1261 万吨 LCE，权益资源量 1096 万吨 LCE；锂黏土已探明资源量为 882 万吨 LCE，权益资源量 882 万吨 LCE。锂盐湖权益资源量占比超五成，锂辉石、锂黏土、锂云母资源亦形成有效补充，全球化资源布局进一步筑牢了长期发展的资源安全底座。

表 2: 截至 2026 年 3 月公司锂资源情况

序号	资源类型	项目名称	持股比例	资源量 (万吨 LCE)	权益资源量 (万吨 LCE)
1	锂辉石	澳大利亚 Mount Marion 锂辉石项目	50%	219	110
2		澳大利亚 Pilgangoora 锂辉石项目	4.36%	1,159	51
3		马里 Goulamina 锂辉石项目	65%	714	464
4		爱尔兰 Avalonia 锂辉石项目	100%	勘探中	
5		宁都河源锂辉石项目	100%	10	10
小计				2102	634
6	锂盐湖	阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	3,770	1759
7		阿根廷 Mariana 锂盐湖项目	100%	812.1	812
8		阿根廷 PPGS 锂盐湖项目	67%	2,179	1460
9		青海一里坪盐湖项目	49%	165	81
10		德宗马海湖项目	100%	勘探中	
小计				3305	2487
11	锂云母	上饶松树岗钽铌矿项目	90%	149	134
12		内蒙古维拉斯托锂矿项目	12.50%	142	18
13		湖南郴州香花铺锂云母矿项目	20%	勘探中	

14	内蒙古加不斯铌钽矿项目		70%	88.1	62
小计				1261	1096
15	锂黏土	墨西哥 Sonora 锂黏土项目	100%	882	882
合计				6668	4217

资料来源：公司公告、招商证券

公司的部分主要矿产项目的开发进展如下：

表 3：主要矿产项目的开发进展

序号	项目名称	核心概况
1	Mount Marion 锂辉石项目	西澳持股 50%，随锂价调产，2027 年完成选矿升级
2	Cauchari-Olaroz 盐湖	阿根廷持股 46.67%，全球大型盐湖，一期稳产二期推进
3	Mariana 锂钾盐湖	阿根廷锂盐湖，2025 年一期 2 万吨氯化锂投产
4	青海一里坪盐湖	持股 49%，锂钾储量丰富，现有 1.5 万吨碳酸锂产能
5	马里 Goulamina 锂辉石矿	持股 65%，一期投产，2025 年稳定供应锂精矿
6	阿根廷 PPGS 锂盐湖	整合后持股 67%，资源充裕，远期规划 15 万吨 LCE
7	上饶松树岗钽铌矿	含伴生锂，采矿证已办结，处于前期筹备阶段
8	内蒙加不斯锂钽矿	持股 70%，一期试生产，2026 年有望实现满产
9	刚果布谷马西钾盐矿	钾盐储量庞大，规划建设，预计 2027 年前投产
10	云南白龙潭 + 大凹子磷矿	两座磷矿储量充足，2025 年均实现满产运行
11	塞拉利昂邦巴利锂矿	高品位锂矿证照齐全，200 万吨 / 年采选规模在建

资料来源：公司公告、招商证券

锂盐产品矩阵多元、区域分布均衡。赣锋锂业是全球最大的金属锂生产商、国内最大的锂化合物供应商，同时拥有“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术。2025 年，四川赣锋年产 5 万吨锂盐项目于上半年完成生产线调试，产能逐步释放，碳酸锂产能满负荷生产；青海赣锋一期年产 1,000 吨金属锂项目处于试生产阶段，生产线爬坡至最优状态；电池级硫化锂产线逐步释放产能，赣锋硫化锂产品主含量≥99.9%、D50≤5μm，凭借高纯度、低杂质含量及优异的一致性，可满足高导电性固态电解质材料技术要求，目前已通过客户质量认证，已向多家下游客户供货。公司将进一步做好精益生产、节能降耗工作，主动向细处降成本，提升工厂数智化水平，加速培育新质生产力。

表 4：截至 2026 年 3 月公司锂盐产品产能

序号	生产基地	位置	主要产品	设计产能
1	万吨锂盐	江西新余	氢氧化锂	81,000 吨 / 年
			碳酸锂	15,000 吨 / 年
			氯化锂	12,000 吨 / 年
			丁基锂	2,000 吨 / 年

序号	生产基地	位置	主要产品	设计产能
2	新余赣锋锂业	江西新余	高纯碳酸锂 氟化锂	10,000 吨 / 年 10,000 吨 / 年
3	宁都赣锋	江西宁都	碳酸锂	20,000 吨 / 年
4	宜春赣锋	江西宜春	金属锂	1,500 吨 / 年
5	奉新赣锋	江西奉新	金属锂	650 吨 / 年
6	青海赣锋（一期）	青海海西州	金属锂	1,000 吨 / 年
7	丰城赣锋（一期）	江西丰城	氢氧化锂	25,000 吨 / 年
8	阿根廷 Cauchari-Olaroz	阿根廷胡胡伊	碳酸锂	40,000 吨 / 年
9	阿根廷 Mariana	阿根廷萨尔塔	氟化锂	20,000 吨 / 年
10	四川赣锋	四川达州	碳酸锂 氢氧化锂	25,000 吨 / 年 25,000 吨 / 年
11	循环科技（一期）	江西新余	电池级碳酸锂 电池级磷酸铁	20,000 吨 / 年 40,000 吨 / 年

资料来源：公司公告、招商证券

公司电池及 PACK 系统产品体系丰富、产能布局高效。依托上游锂资源及全产业链优势，赣锋锂业锂电池业务覆盖固态、动力、消费、聚合物、储能电池及系统等多类产品，已在东莞、宁波、苏州、新余、惠州、重庆等地布局生产基地。消费类电池以新余、惠州基地为核心，形成规模化定制产能；动力电池构建全场景商用车及两轮车解决方案，技术覆盖快充、换电及高倍率电芯；储能电芯持续迭代大容量、长循环产品，支撑全场景储能应用。

公司积极参与全球前沿固态电池领域的技术研发，取得了一系列技术成果，自主开发的长续航纯电动汽车应用的高安全高比能固液混合动力锂电池，联合上游电池材料、生产设备供应厂商，下游新能源汽车厂商以及高等院校开展联合技术攻关，实现高比能固液混合动力锂电池的开发、装车应用及产业化目标。同时，公司在高安全长循环新型磷酸铁锂电池体系技术、主动均衡 BMS 模组技术、高电压平台聚合物快充技术、TWS 蓝牙耳机专用大容量扣式电池、固体电解质隔膜及全固态电池体系开发等方面，保持技术领先地位。公司努力为客户提供高安全、长寿命、高性价比的系统解决方案和优质服务，致力打造最具创造力的锂电智慧新能源，努力跻身于全球锂电池行业第一梯队，引领锂电池技术创新的新时代。

表 5：截至 2026 年 3 月公司电池及 PACK 系统生产基地

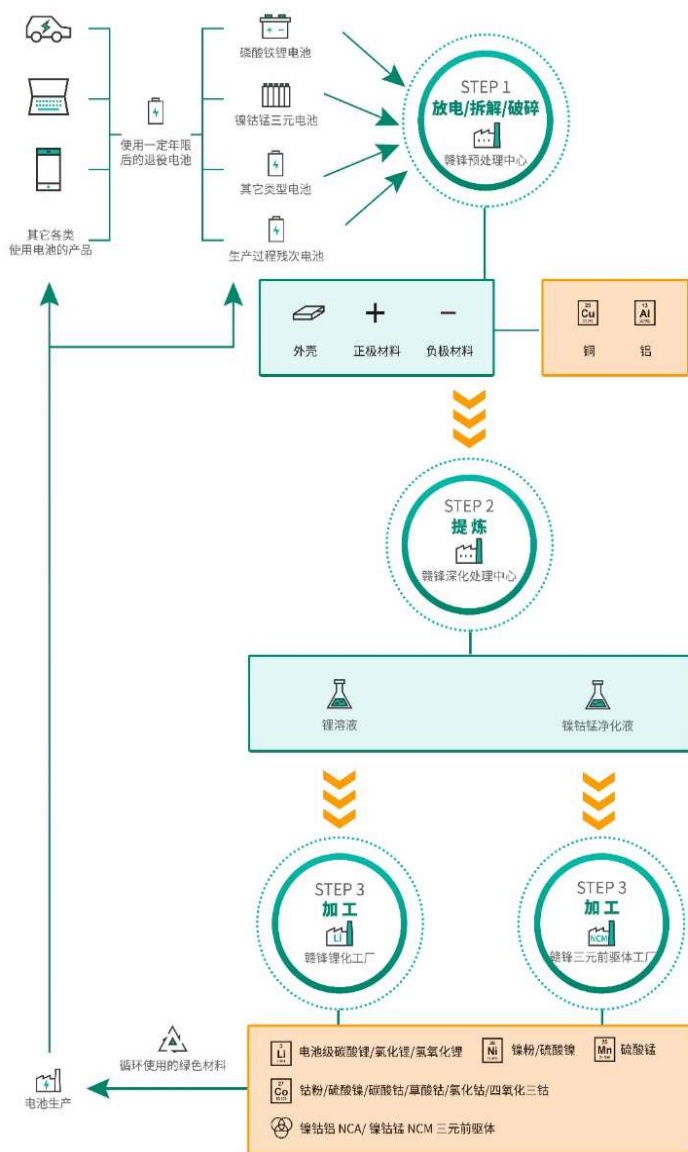
序号	生产基地	位置	主要产品	设计产能
1	惠州赣锋	广东惠州	TWS 电池生产线、3C 数码聚合物锂电池产线	年产 1 亿只聚合物锂电池
2	赣锋电子、赣锋新锂源	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池、电子烟锂电池	年产 3.9 亿只小型聚合物锂电池项目
3	赣锋锂电	江西新余	锂动力电池、储能电池、电池模组及 PACK 系统	动力、储能、半固态电芯 40GWh / 年； 储能 PACK 系统 18GWh / 年
4	南昌赣锋	江西南昌	电池模组及 PACK 系统	储能 PACK 系统 12GWh / 年
5	江苏赣锋	江苏苏州	动力 PACK 系统	3.3GWh / 年
6	汇创新能源	广东东莞	两轮车、户外储能及家庭储能 PACK 系统	2GWh / 年电池 PACK 系统

序号	生产基地	位置	主要产品	设计产能
7	重庆赣锋动力	重庆	动力电池 PACK 系统	年产 4.5GWh 动力电池系统

资料来源：公司公告、招商证券

公司持续发展锂电池回收业务。随着汽车及消费型电子产品的使用而对退役电池处理的需求不断增加，公司开展锂电池回收业务增长潜力巨大，并进一步丰富了锂原材料来源。公司回收锂电池的能力为电池生产商及电动汽车生产商提供了可持续的增值解决方案，有助于加强与客户的紧密联系，扩大电池回收规模及改善提升电池回收业务的技术。为促进可持续发展及创造其他收益来源，公司旨在利用不断增长的退役锂电池数量，成为全球锂电池回收领域的领先企业之一。

图 12 赣锋回收解决方案示意图



资料来源：公司官网、招商证券

三、锂电再次步入上行周期

2020 年以来碳酸锂市场经历了从紧平衡、阶段性短缺到供给过剩再回归紧平衡的完整周期，锂矿与锂盐湖供给持续放量，而动力电池与储能双轮驱动的需求增速将使得需求在 2026 年有望反超供给。

表 6: 全球锂资源供需平衡 (万吨)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
锂矿	23.9	30.9	42.7	60.9	79.0	102.0	129.0	153.5
锂盐湖	18.2	24.8	33.8	27.4	45.7	60.8	78.0	88.3
回收	1.8	2.1	4.8	4.2	4.4	6.7	9.0	11.0
供应	43.9	57.8	81.3	92.5	129.1	169.5	216.0	252.8
动力电池	17.0	29.4	60.8	69.7	81.0	95.0	118.0	140.0
储能电池	1.8	2.6	8.0	11.6	22.0	35.7	71.5	91.0
消费电子	4.3	4.7	4.5	7.6	8.1	8.4	8.8	8.8
小动力电池	3.3	4.5	4.1	4.8	5.9	7.0	8.4	10.1
工业用途	8.7	9.9	7.0	6.8	7.1	7.5	7.9	8.3
其他	5.9	13.5	3.5	-2.5	-2.1	0.3	1.5	2.1
需求	41.1	64.6	87.8	98.0	122.1	153.9	216.1	260.2
LCE 供需平衡	2.8	(6.8)	(6.5)	(5.5)	7.0	15.6	(0.1)	(7.4)

资料来源: SMM、招商证券

回顾 2025 年碳酸锂价格走势，对于供需双增的品种而言，价格底部并不需要依赖高成本供给出清，需求侧的预测通常更加复杂，市场往往会对需求侧形成一致共识，也更易在外部条件发生变化时产生巨大的预期差，带来更加流畅迅速的驱动行情，下半年受容量补偿政策超预期而碳酸锂需求迅速提高，价格中枢逐步抬升并向阻力最小方向演变。

2025 年上半年，碳酸锂呈现供需结构性错配，年初对于需求的强预期被证伪后，叠加头部锂矿超预期复产、美国“对等关税”贸易摩擦进一步加剧过剩等边际利空事件催化，市场看空趋于一致。同时现货下游需求不及预期，中国锂精矿库存达到近 2 年新高，矿端议价能力走弱，价格从 800 跌至 620 美元/吨，价格下方空间打开，进一步促使期货价格流畅下跌。

下半年，在《新矿权法》生效背景下，国内对资源管控进一步收紧，部分江西、青海锂资源供应停产，使锂盐在产能尚未出清的累库格局下形成技术性 5.8 万元的底部。随后国内储能需求在内蒙古等省份给出较高容量补偿政策后，储能需求超预期增长推动锂盐价格中枢上移，且视下窝复产预期不断延后，使碳酸锂上方价格空间打开，增仓上行。

图 13 25H1 价格重心下移，25H2 供应减量+需求超预期，锂价震荡上涨



资料来源: wind、招商证券

预计价格中枢逐步抬升并向阻力最小方向演变。

特点一：配置逻辑主导，碳酸锂作为商品板块中，需求超高增速但价格相对低位的品种之一，在通胀叙事下具有配置安全边际。锂电板块股票先行上涨，股期共振，资金大幅流入达到 300 亿元，下半年碳酸锂沉淀资金高点相比于上半年增幅 3 倍以上。

特点二：储能增速接替动力端边际走弱，2026E 需求预期由弱转强。海内外储能增速迎来拐点，国内方面，取消强制配储后，独立储能成为主要装机形式，各省陆续探索更加灵活的交易机制，迅速衔接起政策真空期，独立储能新增备案数在 5 月达到单月低点后又迅速恢复较高水平，2025 年 7-10 月备案数同比均超 90% 以上。

海外方面，AI 算力竞赛将关注点回归到能源电力，绿电直连+储能将成为美国数据中心低成本、建设周期短的优选之一。

特点三：供给的不确定性是驱动上行的潜在因素。26 年是产能释放增速最后高峰年份，主要供给来源国内和非洲，在外部局势变化较为复杂环境中或是潜在上行驱动。

四、盈利预测

假设条件：

1、年初至报告日碳酸锂均价 15.8 万元/吨。以上分析，我们看好碳酸锂价格，保守假设 2026/2027/2028 年碳酸锂均价均持平于 16 万元/吨。

2、四川赣锋年产 5 万吨锂盐项目于 2025 年上半年完成生产线调试，产能逐步释放，碳酸锂产能满负荷生产；青海赣锋一期年产 1,000 吨金属锂项目 2025 年处于试生产阶段，生产线爬坡至最优状态，公司电池级硫化锂产线逐步释放产能。Cauchari-Olaroz 项目一期产能爬产，二期推进中。Mariana 锂盐湖项目 2025 年

2月正式投产并逐步释放产能。公司计划于2030年或之前形成总计年产不低于60万吨的锂产品设计产能。截止当前锂化工业产品折合38.7万吨LCE。随着产能投放和扩建，预计2026/2027/2028年公司锂化工业产品产量逐步提升，假设分别产量23、29、35万吨。

3、假设锂电池系列产品产量增速分别40%/30%/30%。

3、其他收入和成本保守假设持平不变。

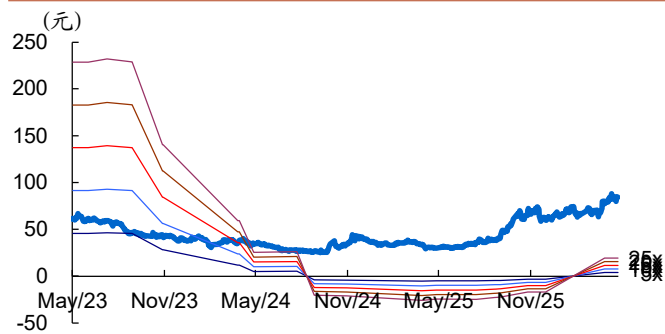
我们测算公司2026、2027、2028年净利润分别86.2、90.7、118.4亿元，分别对应市盈率22、21、16倍。公司是全球一体化龙头锂产业公司，资源全球布局，多项目投产促公司成长性，维持“强烈推荐”。

表 7: 公司收入结构假设 (亿元)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	231	462	578	726
锂系列产品	129	327	409	511
锂电池、电芯及其直接材料	82	115	150	195
其他	20	20	20	20
营业成本	195	322	426	528
锂系列产品	109	208	283	347
锂电池、电芯及其直接材料	70	98	128	166
其他	15	15	15	15
毛利	36	140	152	197
锂系列产品	20	119	126	165
锂电池、电芯及其直接材料	12	17	22	28
其他	4	4	4	4
毛利率(%)	15.72	30.36	26.28	27.19
锂系列产品	15.52	36.44	30.79	32.20
锂电池、电芯及其直接材料	14.60	14.60	14.60	14.60

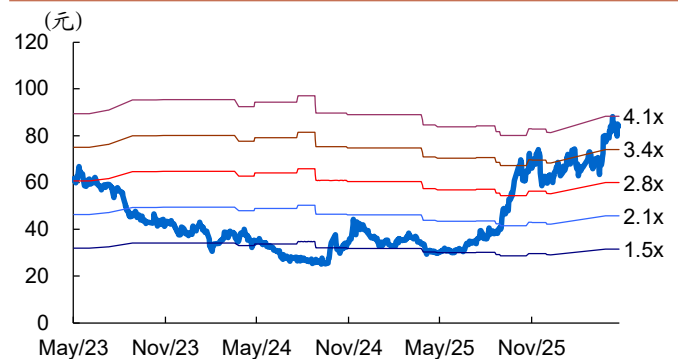
资料来源：公司公告、招商证券

图 14: 赣锋锂业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 15: 赣锋锂业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

海外业务地缘政治与运营风险: 公司海外资源布局广泛, 涉及阿根廷、澳大利亚、墨西哥、马里等多国, 核心增量项目依赖海外开发。海外业务面临地缘政治动荡、政策变动、资源国有化、环保政策收紧等多重不确定性。

下游需求不及预期: 新能源汽车、储能行业装机增长乏力, 消费及动力电池需求疲软, 拖累锂盐产品销量与盈利水平。

锂供给超预期释放风险: 全球锂矿、盐湖及回收产能集中投产释放, 行业供给过剩加剧, 或将压制锂价、压缩企业毛利率。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	22003	35158	52605	67287	82821
现金	5944	8422	4101	4921	5102
交易性投资	16	173	173	173	173
应收票据	0	501	1003	1256	1576
应收款项	3967	6772	13558	16972	21290
其它应收款	255	1447	2897	3626	4549
存货	8613	13002	21509	28502	35314
其他	3207	4842	9364	11837	14817
非流动资产	78829	78100	80227	82113	83783
长期股权投资	13327	11574	11574	11574	11574
固定资产	16383	21221	25532	29375	32801
无形资产商誉	21721	20949	18854	16969	15272
其他	27399	24356	24267	24195	24137
资产总计	100832	113258	132832	149399	166604
流动负债	31670	38274	48817	58133	65221
短期借款	9069	9187	13977	12547	9165
应付账款	12197	16134	26690	35368	43821
预收账款	174	1850	3061	4056	5025
其他	10229	11102	5089	6163	7210
长期负债	21574	23147	23147	23147	23147
长期借款	15259	16144	16144	16144	16144
其他	6316	7003	7003	7003	7003
负债合计	53244	61421	71964	81280	88368
股本	2017	2097	2097	2097	2097
资本公积金	9788	12421	12421	12421	12421
留存收益	29977	30628	38930	45413	54529
少数股东权益	5806	6692	7421	8188	9190
归属于母公司所有者权益	41782	45145	53447	59931	69046
负债及权益合计	100832	113258	132832	149399	166604

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5161	2945	4574	10493	11734
净利润	(2630)	1263	9345	9836	12837
折旧摊销	1352	2487	4492	4733	4948
财务费用	948	1283	1408	1338	1219
投资收益	(101)	(1805)	(1978)	(2299)	(2387)
营运资金变动	5300	106	(8693)	(3115)	(4883)
其它	293	(389)	0	0	0
投资活动现金流	(12242)	(4407)	(4641)	(4320)	(4232)
资本支出	(9221)	(7422)	(6619)	(6619)	(6619)
其他投资	(3021)	3015	1978	2299	2387
筹资活动现金流	3447	3720	(4254)	(5353)	(7321)
借款变动	5867	1809	(2531)	(1430)	(3382)
普通股增加	0	80	0	0	0
资本公积增加	(1993)	2633	0	0	0
股利分配	(1614)	(303)	(315)	(2585)	(2721)
其他	1188	(499)	(1408)	(1338)	(1219)
现金净增加额	(3634)	2257	(4321)	820	181

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	18906	23082	46212	57849	72567
营业成本	16861	19453	32181	42643	52836
营业税金及附加	115	206	412	516	647
营业费用	147	172	343	430	539
管理费用	871	1185	1802	2256	2830
研发费用	911	1042	1617	2025	2540
财务费用	874	1534	1408	1338	1219
资产减值损失	(481)	(579)	0	0	0
公允价值变动收益	(1482)	113	113	113	113
其他收益	439	359	359	359	359
投资收益	101	1805	1507	1828	1915
营业利润	(2296)	1187	10425	10939	14342
营业外收入	11	37	37	37	37
营业外支出	16	37	37	37	37
利润总额	(2301)	1188	10426	10940	14343
所得税	329	(75)	1081	1104	1506
少数股东损益	(556)	(350)	729	767	1001
归属于母公司净利润	(2074)	1613	8616	9069	11836

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-43%	22%	100%	25%	25%
营业利润	-144%	152%	778%	5%	31%
归母净利润	-142%	178%	434%	5%	31%
获利能力					
毛利率	10.8%	15.7%	30.4%	26.3%	27.2%
净利率	-11.0%	7.0%	18.6%	15.7%	16.3%
ROE	-4.7%	3.7%	17.5%	16.0%	18.4%
ROIC	-2.1%	2.9%	11.9%	11.5%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	54.2%	54.2%	54.4%	53.0%
净负债比率	31.0%	28.8%	22.7%	19.2%	15.2%
流动比率	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
存货周转率	2.0	1.8	1.9	1.7	1.7
应收账款周转率	4.2	4.1	4.2	3.5	3.5
应付账款周转率	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3
每股资料(元)					
EPS	-0.99	0.77	4.11	4.33	5.65
每股经营净现金	2.46	1.40	2.18	5.00	5.60
每股净资产	19.93	21.53	25.49	28.58	32.93
每股股利	0.14	0.15	1.23	1.30	1.69
估值比率					
PE	-89.6	115.3	21.6	20.5	15.7
PB	4.5	4.1	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	-867.1	58.0	16.0	15.4	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。