

供应端干扰加剧，周期底部夯实

2025 年 07 月 30 日

► **锂价回顾：周期底部，“反内卷”背景下江西青海矿权扰动带动锂价强势反弹。**6 月末起，头部企业接货预期逐渐兑现，现货升水结构下，仓单问题持续扰动。同时矿石价格跟随锂盐价格的抬涨而迅速上涨，矿端底部支撑非常明确。7 月中旬开始，“反内卷”背景下，江西及青海矿证问题不断引发市场对供给端的担忧，伴随需求端的超预期兑现，碳酸锂价格持续反弹。

► **锂价触底，供应端扰动风险增强，等待行业进一步出清。****供应端：投产进度或不及预期：**南美盐湖成本被明显低估，产能释放或不及预期。澳洲小矿山已停产完毕，低成本项目产能爬坡，新的出清将对供需格局产生较大影响。非洲矿成本压力大但存降本空间，预计供应增量继续释放。国内云母一体化低成本企业产能继续释放，等待高成本部分减停产。青海盐湖依托优势资源及低位成本实现产能扩张。我们预计 2025-2027 年全球总供给为 174.3/212.0/238.4 万吨，增幅为 25%/22%/13%，2026-2027 年行业供给增速明显放缓。**需求端：新能源汽车及储能需求超预期，叠加抢装带动需求向好。**国内新能源车销量继续超预期，拉动全球车市景气度持续高位。国内储能需求强势增长，1-6 月累计同比增幅高达 219.1%。年后终端补库需求持续，LFP 正极材料产量增幅表现亮眼。**成本端：锂价位于底部区间，向上弹性出现。**2024H2 锂价跌至 7-8 万元左右时，澳矿陆续出现减停产动作，锂价很难继续下跌，显示出行业的成本支撑位。根据我们绘制的 2025 年全球锂行业成本曲线，2025 年锂行业总需求对应的现金成本为 5.6 万元/吨 LCE，完全成本为 7.4 万元/吨。2026 年锂行业总需求对应的现金成本分别为 5.2 万元/吨 LCE，我们认为目前锂价已处于底部区间，锂价向上弹性出现。

► **若江西青海因矿证问题出现减停产，行业供需将偏紧。**国内锂供给主要来自江西云母提锂和青海盐湖提锂，不考虑矿证导致的减停产风险，我们预计 2025-2027 年江西锂供给 16.4/22.5/24.7 万吨，青海锂供给 17.0/20.9/22.7 万吨，江西青海若因矿证不合规问题或变更矿种的整改过程中发生减停产事件，供给端将面临大幅下修可能，直接导致供需过剩程度缩窄，行业平衡偏紧，刺激远期均衡价格中枢位上移及行业反转信号来临。

► **投资建议：**锂价位于底部区间，成本支撑显现，高成本项目将继续出清，叠加国内江西青海矿权不合规问题可能引发的减停产风险，行业格局有望显著改善。建议重点关注成本优势明显及同时第二、三主业具备估值优势的**中矿资源、永兴材料、雅化集团、盐湖股份**，若锂价明显反弹，也关注弹性的**天齐锂业、赣锋锂业**等行业龙头。

► **风险提示：**终端需求不及预期，项目进度不及预期，海外地缘政治风险等。
重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002738.SZ	中矿资源	38.13	0.47	2.19	4.18	80	17	9	推荐
002756.SZ	永兴材料	36.58	1.53	2.52	4.04	24	15	9	推荐
002497.SZ	雅化集团	15.57	0.47	0.78	1.14	33	20	14	推荐
000792.SZ	盐湖股份	18.61	0.95	1.14	1.33	20	16	14	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 7 月 29 日收盘价；)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20250727：国内“反内卷”持续升温，能源金属涨幅亮眼-2025/07/27
2. 有色金属周报 20250719：国内“反内卷”叠加美国财政扩张，金属价格普涨-2025/07/19
3. 有色金属周报 20250713：美进口关税扰动铜价，金银价格企稳上行-2025/07/13
4. 有色金属周报 20250706：美国减税法案落地，铜金共振-2025/07/06
5. 有色金属周报 20250628：降息预期升温，金属价格走强-2025/06/28

目录

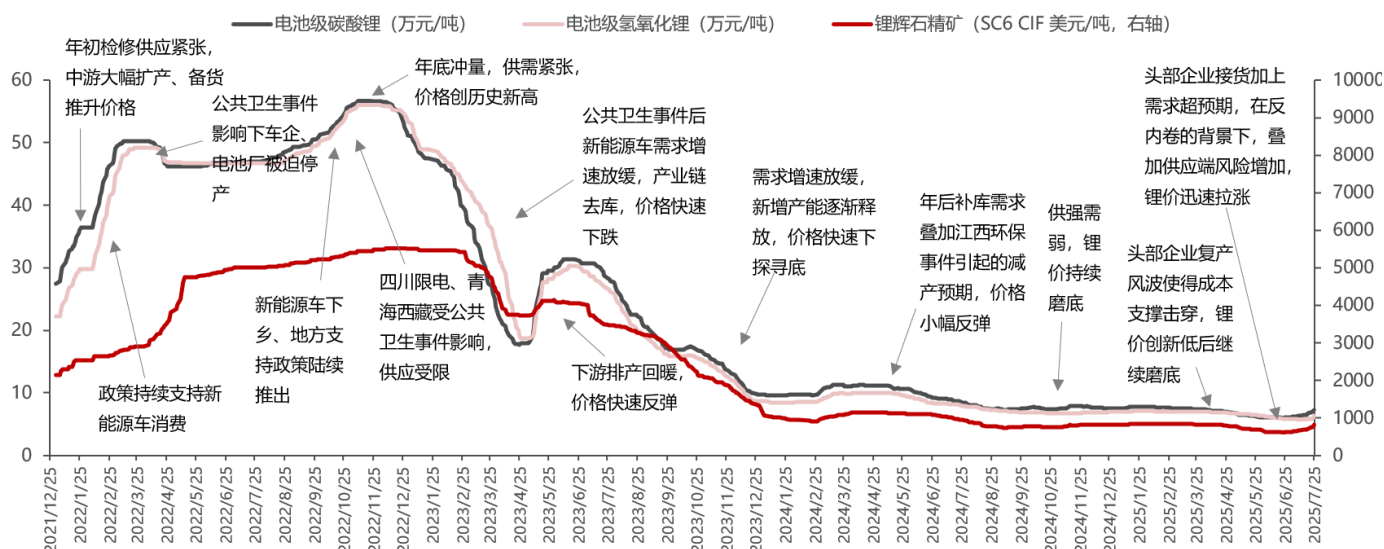
1 锂价回顾：江西青海矿权问题发酵，6月末开始持续反弹	3
2 周期底部，供应端扰动风险增强	4
2.1 供给：成本压力凸显，供给干扰陆续出现	4
2.2 需求：国内新能源车及储能需求超预期，叠加下游抢装，年内需求较好	8
2.3 供需平衡：周期底部，重视江西青海减停产风险	12
3 投资建议	15
4 风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

1 锂价回顾：江西青海矿权问题发酵，6 月末开始持续反弹

头部企业复产冲击，25H1 锂价击穿成本支撑后流畅下跌。2024 年年后国内新能源车需求超预期，中游材料厂经历 2023 年去库存后主动补库，叠加 3 月份江西环保事件带来的减产预期，2024 上半年锂价止跌并小幅反弹，走势略超预期。但随后在需求持续弱势的预期下，碳酸锂进入磨底阶段，虽然金九银十带来的旺季备货及头部企业停产风波支撑碳酸锂价格小幅反弹，但在长期供给过剩的趋势下，碳酸锂价格反弹后继续流畅下行。2025 年初开始，头部企业复产消息冲击下，成本支撑进一步被击穿，碳酸锂价格继续创下新低，持续底部震荡。

6 月末开始，“反内卷”背景下，供应端江西青海矿权不合规问题发酵叠加需求超预期，碳酸锂价格持续反弹。6 月末起，头部企业接货预期逐渐兑现，现货升水结构下，仓单问题持续扰动。同时矿石价格跟随锂盐价格的抬涨而迅速上涨，矿端底部支撑非常明确。7 月中旬开始，需求端超预期兑现，供给端江西宜春视下窝陶瓷土（含锂）矿、水南矿段瓷土（含锂）矿等 8 处矿权被通告存在规避上级部门审批权限，越权办理出让、变更或延续登记手续问题，宜春市自然资源局要求相关矿企 9 月 30 号之前提交矿种变更储量核实报告，合理确定主矿种。被点名的矿山基本包含江西目前在产的所有锂项目，矿权不合规问题导致江西锂供给存在大幅下修风险。7 月 17 日，藏格矿业收到海西州自然资源局、海西州盐湖管理局下发的立即停止锂资源开发的通知，要求立即停止违规开采行为，完善锂资源开发手续。矿权不合规问题从江西扩散至青海，国内锂供给减停产风险进一步加大，碳酸锂价格底部反弹。

图1：锂盐价格、锂精矿价格走势回顾（截至 2025 年 7 月 25 日）



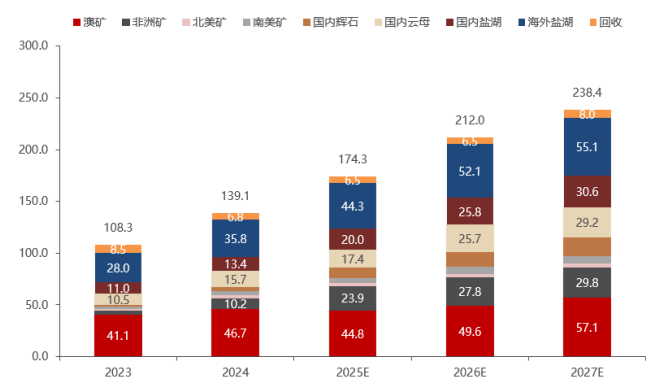
资料来源：SMM，民生证券研究院

2 周期底部，供应端扰动风险增强

2.1 供给：成本压力凸显，供给干扰陆续出现

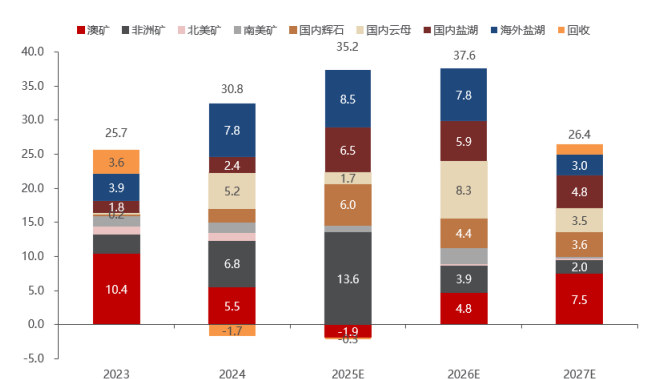
成本压力加剧，供给增速放缓。随着锂价快速回落，部分澳矿、非洲矿、南美盐湖扩产项目出于成本压力考虑，投产进度不及预期，或者主动降低产能利用率，我们预计 2025 年全球锂供给将增加 35.2 万吨 LCE 至 174.3 万吨 LCE，增幅达 25%，澳矿、非洲矿、南美盐湖新增产能释放构成主要增量。2025-2027 年仍有新增产能按规划建设，站在当下静态的时点，我们预计 2025-2027 年全球总供给为 174.3/212.0/238.4 万吨，增幅为 25%/22%/13%，2026-2027 年行业供给增速明显放缓。

图2：全球锂供给预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图3：全球锂供给增量预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

南美盐湖：成本被明显低估，产能释放或不及预期。南美锂三角资源禀赋好，被市场普遍认为成本较低，即使锂价跌至当前位置，仍然具备较强的盈利能力。实际上，南美由于基础设施差、通胀等因素，提锂成本被明显低估。从目前中资企业在阿根廷投资的 3Q 盐湖、C-O 盐湖项目看，实际成本明显高于可研成本。因此当前锂价下，我们认为南美盐湖供应或不及预期。随着 SQM、雅宝旗下 Atacama 盐湖、Arcadium 旗下 Hombre Muerto 盐湖、Olaroz 盐湖、赣锋锂业旗下 C-O 盐湖、紫金矿业旗下 3Q 盐湖项目等新增产能陆续爬坡，我们预计 2025/2026/2027 年南美盐湖提锂产量将达 43.8/51.6/54.7 万吨 LCE，增幅为 24.0%/17.8%/5.8%。分区域来看，智利盐湖项目由全球两大盐湖提锂企业 SQM、雅宝运营，工艺成熟稳定，产能规模较大，我们预计扩产项目产能如期释放概率较大，而阿根廷新增产能大多为新建项目，同时产能规模较小，成本压力更大，我们预计阿根廷供应不及预期可能性较大。

表1：南美盐湖产能产量预测

国家	公司	盐湖	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
智利	SQM	Atacama	25.0	25.0	28.0	28.0	21.1	23.4	25.2	26.2
	ALB	Atacama	8.4	8.4	8.4	8.4	6.2	7.4	7.8	7.8
	智利合计		33.4	33.4	36.4	36.4	27.3	30.8	33.0	34.0
阿根廷	Arcadium	Hombre Muerto	3.2	3.2	3.2	3.2	2.5	2.9	3.0	3.0
		Olaroz	4.3	4.3	4.3	4.3	2.4	3.1	3.5	3.5
		Sal de Vida	-	-	1.5	1.5	-	-	0.3	1.0
		Cauchari	-	-	-	-	-	-	-	-
	盛新锂能	SDLA	0.3	-	-	-	0.2	-	-	-
		Pocitos	-	-	-	-	-	-	-	-
	紫金矿业	3Q盐湖	-	2.0	2.0	2.0	-	0.4	1.4	1.7
	赣锋锂业/LAAC	Cauchari-Olaroz	4.0	4.0	4.0	4.0	2.6	3.2	3.4	3.4
	赣锋锂业	Mariana	-	1.7	1.7	1.7	-	0.6	1.3	1.5
		PPG项目	-	-	-	-	-	-	-	-
	Posco	Hombre Muerto	2.5	5.0	5.0	5.0	0.4	1.8	3.5	4.0
	Argosy	Rincon	-	-	-	-	0.0	-	-	-
	西藏珠峰	SDLA	-	-	-	-	-	-	-	-
		Arizaro	-	-	-	-	-	-	-	-
	Eramet	Centenario-Ratones	-	2.4	2.4	2.4	-	1.0	1.9	2.0
	力拓	Rincon	0.3	0.3	0.3	0.3	-	0.1	0.2	0.3
	Galan Lithium	Hombre Muerto West	-	-	0.5	0.5	-	-	0.2	0.3
		Candelas	-	-	-	-	-	-	-	-
	Lake resources	Kachi	-	-	-	-	-	-	-	-
Lithium South	Hombre Muerto North	-	-	-	-	-	-	-	-	
		阿根廷合计	14.5	22.9	25.0	25.0	8.1	13.1	18.7	20.7
		南美合计	47.9	56.3	61.4	61.4	35.4	43.8	51.6	54.7
		yoy	16.0%	17.5%	8.9%	0.0%	28.4%	24.0%	17.8%	5.8%
		合计新增	6.6	8.4	5.0	-	7.8	8.5	7.8	3.0

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

澳洲：小矿山已停产完毕，低成本项目产能爬坡，新的出清将对供需格局产生较大影响。目前澳矿中已减停产的项目共四个，分别为 Finniss、Cattlin、Bald hill 以及 Pilbara 的 Ngungaju 工厂，除 Bald hill 精矿产能为 15 万吨外，其他三个项目精矿产能均为 20 万吨（2.5 万吨 LCE）。截至目前，停产精矿产能合计约为 75 万吨（9.4 万吨 LCE），占现有澳洲锂矿总产能的 14%。同时我们预计 Marion、Wodgina 成本压力较大，中性假设下 2025 年存在减产可能，综合来看，2025 年澳矿产量预计仅为 44.8 万吨 LCE，环比减少 4.0%。站在当下静态时间点，伴随泰利森旗下 Greenbushes 矿山扩产、Liontown 旗下 Kathleen Valley 新建项目继续爬产，Mt Holland 产能爬坡，澳矿供给将继续保持增长，我们预计 2026/2027 年澳矿产量将达 49.6/57.1 万吨 LCE，增幅为 9.0%/15.1%，仍在全球锂供给中扮演主角。但是在目前锂价下，我们认为在产的澳矿运营压力较大、降本空间有限，存在进一步出清的可能。尽管大矿山做出停产决策更为谨慎，但一旦停产，行业供给将明显下修。澳矿新的出清对供需格局的边际影响更大，有望带来 2025 年开始锂行业格局明显改善，刺激锂价向上的弹性。

表2：澳矿产能产量预测

公司	矿山	产能 (万吨LCE)					产量 (万吨LCE)				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
天齐/雅宝/IGO	Greenbushes	20.4	20.4	26.9	26.9	33.4	19.0	17.7	18.0	22.2	28.2
Pilbara Minerals	Pilgangoora	7.3	6.3	10.6	10.6	10.6	8.0	10.3	8.8	9.5	10.1
Arcadium(原Allkem)	MT Cattlin	2.8	2.8	2.8	-	-	3.0	1.8	0.7	-	-
Mineral Resources	MT Marion	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	4.5	5.3	4.0	4.0	4.0
	Bald Hill	1.9	1.9	-	-	-	0.3	1.5	-	-	-
	Wodgina	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	5.3	5.2	4.2	4.2	4.2
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	0.2	2.9	4.3	4.3	4.5
Core Lithium	Finniss	2.5	-	-	-	-	0.8	0.6	-	-	-
Liontown	Kathleen Valley	-	6.4	6.4	6.4	6.4	-	1.5	4.8	5.4	6.1
合计		53.3	56.2	65.2	62.4	68.9	41.1	46.7	44.8	49.6	57.1
同比		31.9%	5.5%	16.0%	-4.2%	10.4%	34.0%	13.5%	-4.0%	10.7%	15.1%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

非洲矿：成本压力大但存降本空间，预计供应增量继续释放。2025 年非洲供应超预期，目前锂价下，大多非洲矿山基本面临亏损，但目前成本构成中运输成本占比较高，不少企业开始在当地规划硫酸锂产线，投产后有望进一步优化成本，因此我们预计非洲矿即使成本压力较大，短期减停产较难，同时新建项目还在陆续投产，我们预计 2025/2026/2027 年非洲矿产量将达 17.3/20.5/21.7 万吨 LCE，增幅为 69.0%/18.7%/6.1%。

表3：非洲重点矿产能产量预测

国家	公司	矿山	产能 (万吨LCE)					产量 (万吨LCE)				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
津巴布韦	中矿资源	Bikita	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	1.2	4.2	5.0	5.0	5.0
	华友钴业	Arcadia	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	1.0	2.8	2.6	2.6	2.6
	盛新锂能	萨比星	2.5	3.8	3.8	3.8	3.8	1.3	2.8	3.4	3.4	3.4
	雅化集团	Kamativi	0.5	4.4	4.4	5.0	6.3	-	0.4	2.6	3.8	5.0
	Premier	Zulu	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
马里	赣锋锂业	Goulamina	-	6.3	6.3	6.3	6.3	-	-	2.5	4.4	4.4
	海南矿业	Bougouni	-	-	1.4	1.4	1.4	-	-	1.1	1.4	1.4
津巴布韦合计			13.6	18.8	18.8	19.4	20.6	3.4	10.2	13.6	14.8	16.0
马里合计			-	6.3	7.7	7.7	7.7	-	-	3.6	5.7	5.7
非洲矿合计			13.6	25.1	26.5	27.1	28.3	3.4	10.2	17.3	20.5	21.7
yoy			718.5%	83.9%	5.5%	2.4%	4.6%	468.1%	199.8%	69.0%	18.7%	6.1%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

国内云母：一体化低成本企业产能继续释放，等待高成本部分减停产。国内云母供应中，江西占比最大，后续主要是一体化低成本企业的扩产，高成本的小矿山逐渐进入减停产阶段。出于供应链稳定考虑，部分企业成本高位的低品位云母目前维持生产中，但是锂价击穿现金成本后，企业的成本压力加剧，减产风险增加。且伴随江西地区矿证审查日益严格，未来江西云母供应端风险加剧，我们预计 2025/2026/2027 年国内云母产量将达 17.4/25.7/29.2 万吨 LCE，增幅为 10.9%/47.6%/13.6%。

表4：国内云母矿产量预测

			产量 (万吨LCE)					
地区	公司	矿山	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
江西	宜春钽铌矿	414	1.5	1.7	1.2	1.2	1.2	1.2
	江特	(新坊矿区、宜丰茜坑矿区)	1.0	0.5	0.5	-	0.4	0.6
	永兴材料	化山瓷石矿	1.5	2.5	2.5	2.5	5.0	5.0
	飞宇	大港	1.2	1.2	1.2	3.2	4.4	5.2
	宁德时代	枧下窝	-	0.5	3.0	8.3	10.0	10.0
	国轩高科	白水洞、水南段	0.2	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
	科力远	鼎盛新材	-	-	0.2	0.4	0.8	2.0
	其他	根据SMM数据倒推	4.9	3.3	6.6	-	-	-
	江西合计		10.3	10.2	15.7	16.4	22.5	24.7
湖南	紫金矿业	湖南道县湘源锂多金属矿	-	0.3	-	0.7	2.1	2.5
	大中矿业	临武鸡脚山	-	-	-	-	0.6	1.0
		湖南合计	-	0.3	-	0.7	2.7	3.5
内蒙	赣锋锂业	内蒙蒙金锂矿	-	-	-	0.3	0.5	0.5
	内蒙古维拉斯托矿业	赤峰市克什克腾旗维拉斯托锂多金属矿	-	-	-	-	-	0.5
		内蒙合计	-	-	-	0.3	0.5	1.0
	国内云母合计		10.3	10.5	15.7	17.4	25.7	29.2
	yoy			1.9%	49.5%	10.9%	47.6%	13.6%
	合计新增			0.2	5.2	1.7	8.3	3.5

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

青海盐湖：依托优势资源及低位成本实现产能扩张。青海盐湖提锂长期位于成本曲线的最左端，提锂成本具有优势，但是采矿证续期和环保整改是企业生存关键，藏格锂业停产案例也侧面警示合规红线不可逾越。此外，需要攻克高镁锂比技术瓶颈，并推动“钾锂硼”综合开发以降本增效。我们预计 2025/2026/2027 年国内青海盐湖产量将达 17.0/20.9/22.7 万吨 LCE，增幅为 35.5%/22.8%/8.6%。

表5：青海盐湖产量预测

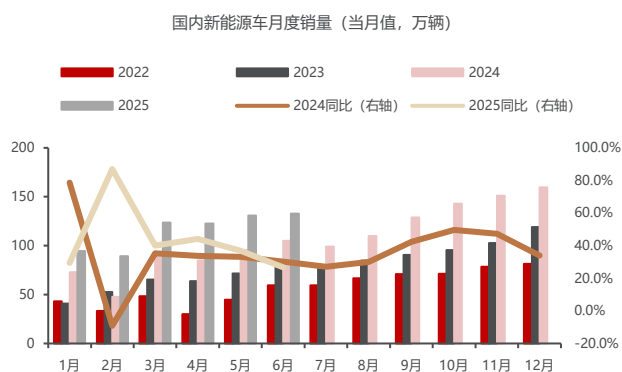
公司	矿山	产能 (万吨LCE)						产量 (万吨LCE)					
		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
盐湖股份	察尔汗	3.0	4.0	4.0	8.0	8.0	8.0	3.1	3.6	4.0	4.4	6.8	8.0
青海汇信	察尔汗	-	-	-	2.0	2.0	2.0	-	-	-	0.3	1.4	2.0
东台吉乃尔锂资源/西部矿业	东台吉乃尔	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
中信国安	西台吉乃尔	3.0	3.5	4.5	4.5	4.5	4.5	0.8	2.3	3.4	7.0	7.0	7.0
恒信融	西台吉乃尔	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
大华化工/亿纬锂能	大柴旦	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
锦泰锂业	巴伦马海	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
藏格矿业	察尔汗	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.2	1.2
五矿盐湖/赣锋	一里坪	1.0	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9	1.0	1.0	1.4	1.7	1.9	1.9
青海盐湖合计		13.8	15.7	16.7	23.2	23.2	24.2	8.7	10.5	12.6	17.0	20.9	22.7
yoy			13.7%	6.4%	38.8%	0.0%	4.3%		21.1%	19.3%	35.5%	22.8%	8.6%
合计新增			1.9	1.0	6.5	-	1.0		1.8	2.0	4.5	3.9	1.8

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

2.2 需求:国内新能源车及储能需求超预期,叠加下游抢装,年内需求较好

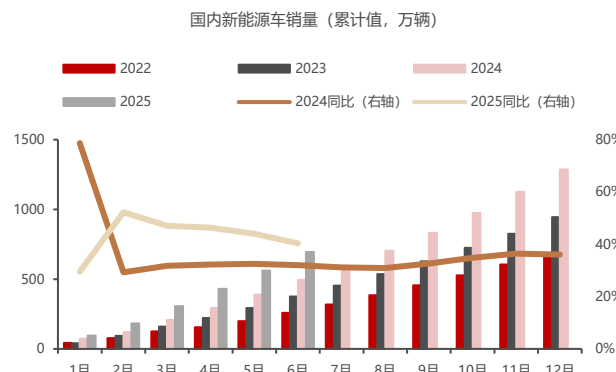
国内新能源车销量继续超预期,拉动全球车市景气度持续高位。国内方面,2025年1-6月国内新能源车市场热度依旧不减,2025M1-M6国内新能源车累计销量693.5万辆,同比+40.3%,远超市场预期;**出口方面**,2025M1-M6国内新能源车累计出口105.6万辆,同比+74.3%,远高于2024年出口增速;**海外方面**,2025M1-M5新能源车累计销量220.8万辆,同比+13.4%,需求不及预期,增速远不及国内。**全球方面**,2025M1-M5全球新能源车累计销量742.5万辆,同比+34.6%,销量远超预期,全球新能源汽车市场景气度维持高位。

图4: 25M1-M6 国内新能源车销量大超预期



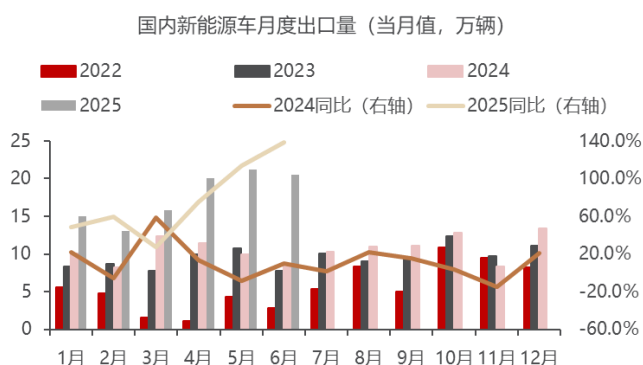
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图5: 25M1-M6 国内新能源车总销量同比+40.3%



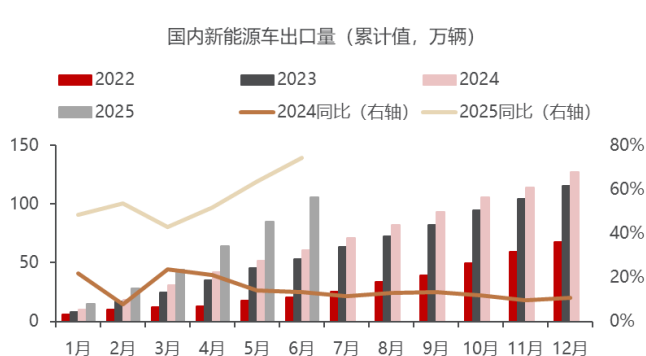
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图6: 25M1-M6 国内新能源车出口增速持续提升



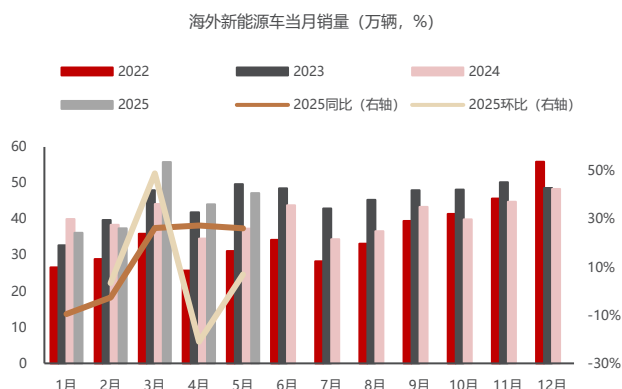
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图7: 25M1-M6 国内新能源车总出口同比+74.3%



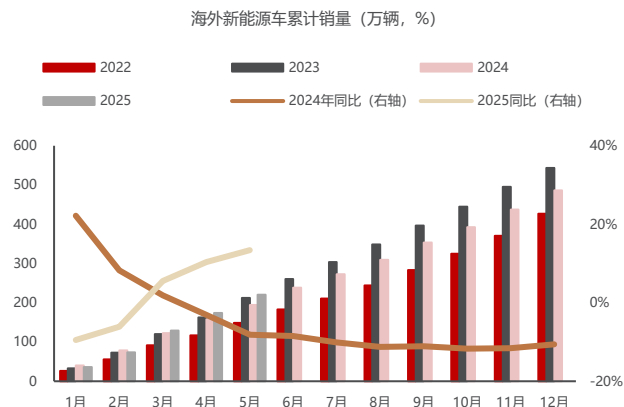
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图8：25M1-M5 海外新能源车销量不及预期



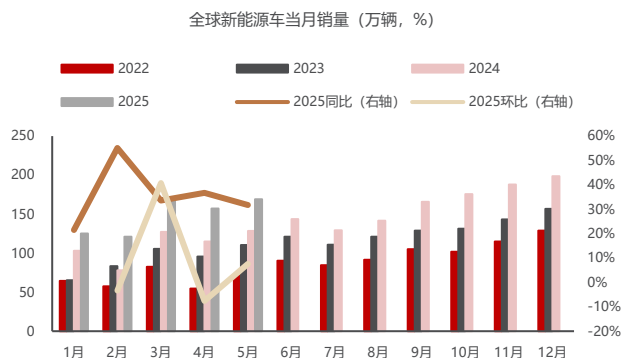
资料来源：SMM，民生证券研究院

图9：25M1-M5 海外新能源车总销量同比+13.4%



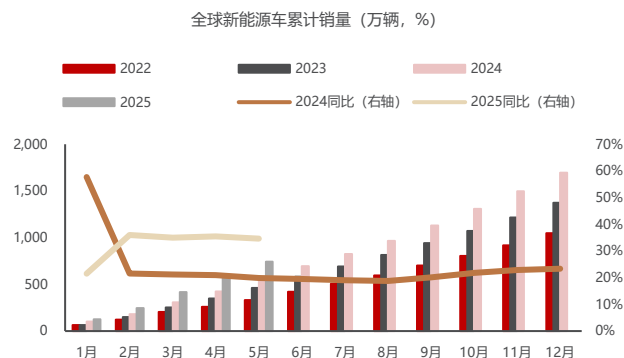
资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：25M1-M5 全球新能源车销量受国内需求拉动



资料来源：SMM，民生证券研究院

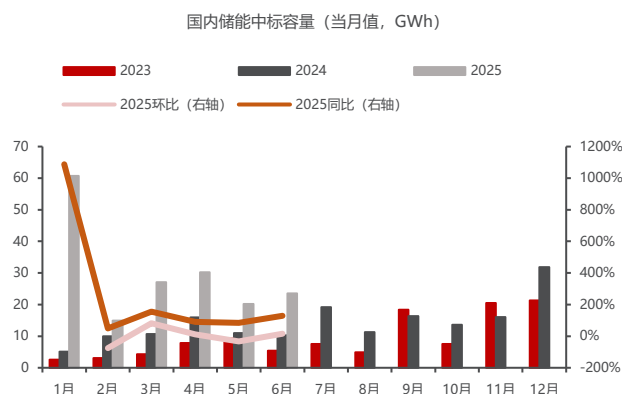
图11：25M1-M5 全球新能源车总销量同比+34.6%



资料来源：SMM，民生证券研究院

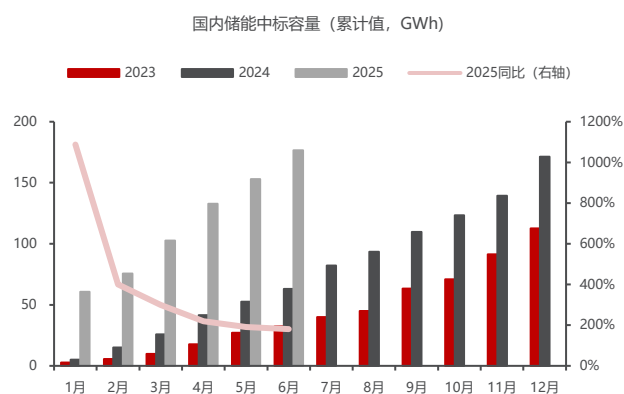
国内储能需求强势增长，1-6 月累计同比增幅高达 219.1%。根据储能与电力市场统计，2025 年 1-月 6 国内储能中标规模增幅显著，1 月表现尤其亮眼，同比增幅高达 1087.7%。整体来看，2025M1-M6 国内储能中标容量累计为 176.6GWh，同比+180.6%，储能需求仍旧强势增长中。

图12：25M1-M6 国内储能中标容量增幅强劲



资料来源：储能与电力市场，民生证券研究院

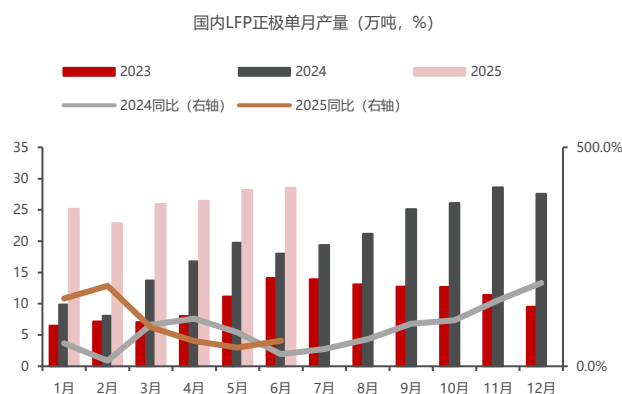
图13：25M1-M6 国内储能中标总容量同比+180.6%



资料来源：储能与电力市场，民生证券研究院

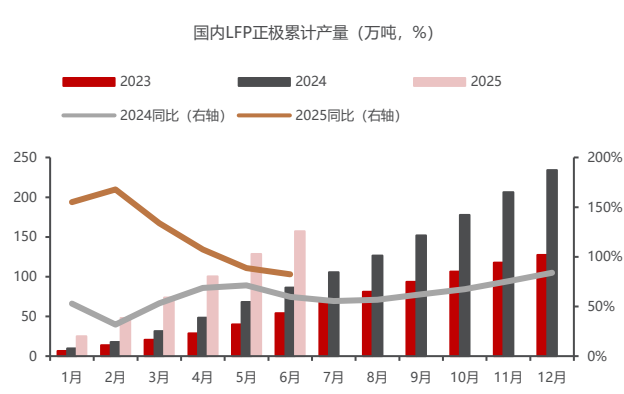
年后终端补库需求持续，LFP 正极材料产量增幅表现亮眼。经过 2024 年四季度的抢装冲量，2024 年末产业链库存天数已降至相对低位。年后随着国内新能源车销量超预期，叠加关税影响储能提前抢装，电池厂开启主动补库，带来磷酸铁锂的需求量及需求弹性增幅较大。根据 SMM 数据，2025M1-M6 国内 LFP 正极产量合计 157.1 万吨，同比+82.4%，远高于终端新能源车增速，三元正极材料产量合计 35.2 万吨，同比+6.2%，表现则较为平静。

图14：25M1-M6 国内 LFP 正极厂主动补库

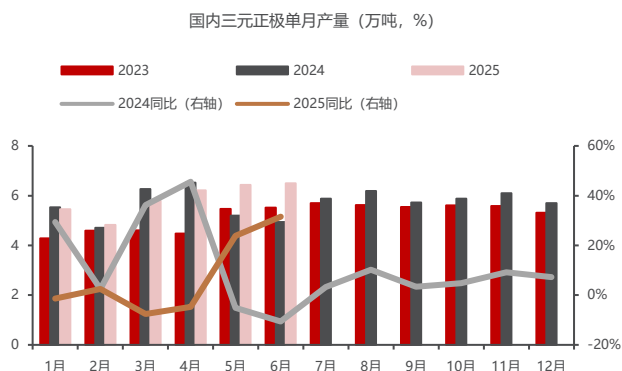


资料来源：SMM，民生证券研究院

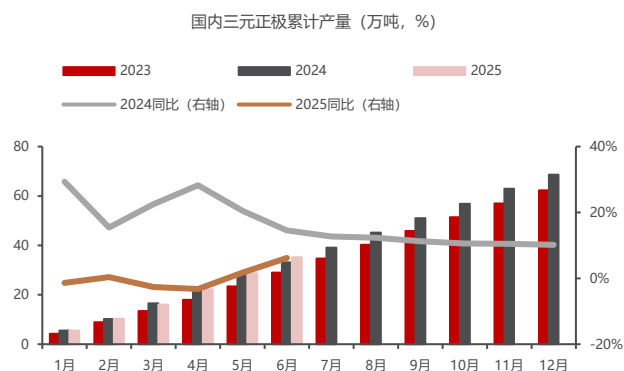
图15：25M1-M6 国内 LFP 正极总产量同比+82.4%



资料来源：SMM，民生证券研究院

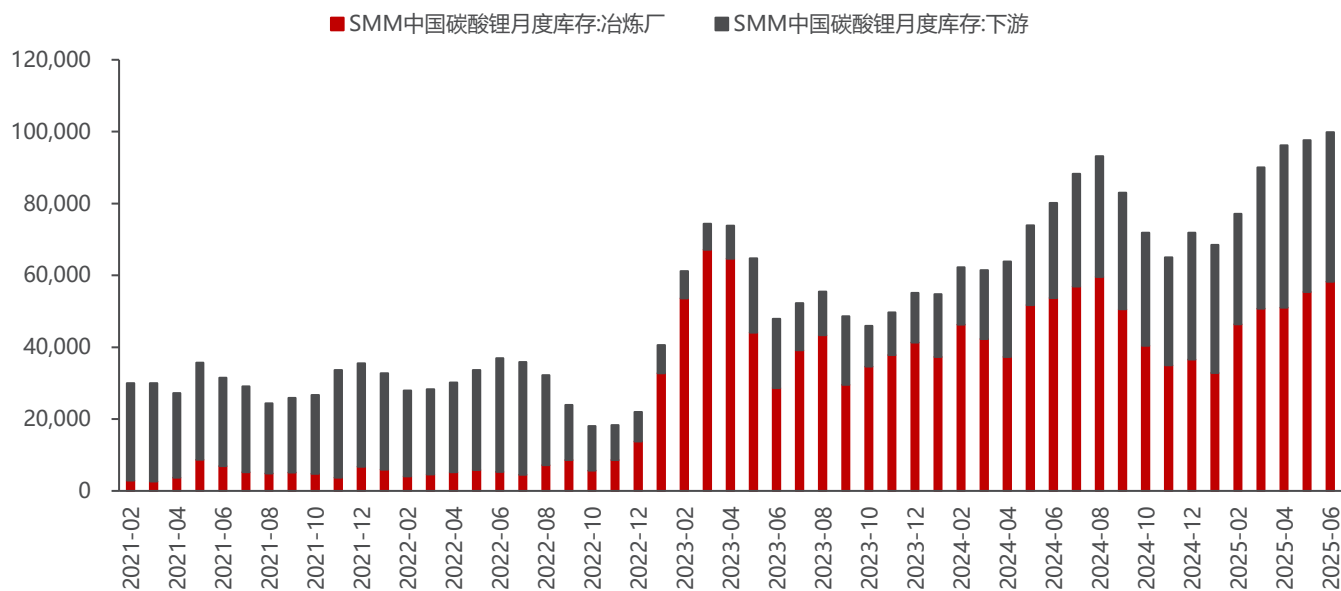
图16：25M1-M6 国内三元正极月度产量表现平平


资料来源：SMM，民生证券研究院

图17：25M1-M6 国内三元正极总产量同比+6.2%


资料来源：SMM，民生证券研究院

碳酸锂库存达历史高位，但库存增速放缓且库存周期减少。根据 SMM 数据，截至 2025 年 6 月底，国内冶炼厂库存达 5.8 万吨，下游碳酸锂库存 4.2 万吨，合计 10.0 万吨，处于相对库存高位，但库存增速放缓且库存周期减少，需关注下半年企业降价或政策端口刺激对新能源车需求提振效果。

图18：国内碳酸锂库存（吨）


资料来源：SMM，民生证券研究院

2.3 供需平衡：周期底部，重视江西青海减停产风险

底部信号明显，行业拐点来临，静待行业进一步出清。矿山的减停产动作是行业见底的重要信号，随着澳矿陆续减停产，需求端国内新能源车、储能有望继续保持快速增长，在不考虑江西青海矿证不合规问题可能导致的减停产情形下，我们预计 2025-2027 年锂供给分别为 174.3/212.0/238.4 万吨 LCE，过剩量分别为 19.3/23.6/16.0 万吨 LCE。

考虑江西和青海矿证影响，行业供需平衡将偏紧。国内锂供给主要来自江西云母提锂和青海盐湖提锂，不考虑矿证导致的减停产风险，我们预计 2025-2027 年江西锂供给 16.4/22.5/24.7 万吨，青海锂供给 17.0/20.9/22.7 万吨，江西青海若因矿证不合规问题或变更矿种的整改过程中发生减停产事件，供给端将面临大幅下修可能，直接导致供需过剩程度缩窄，行业平衡偏紧，刺激远期均衡价格中枢位上移及行业反转信号来临。

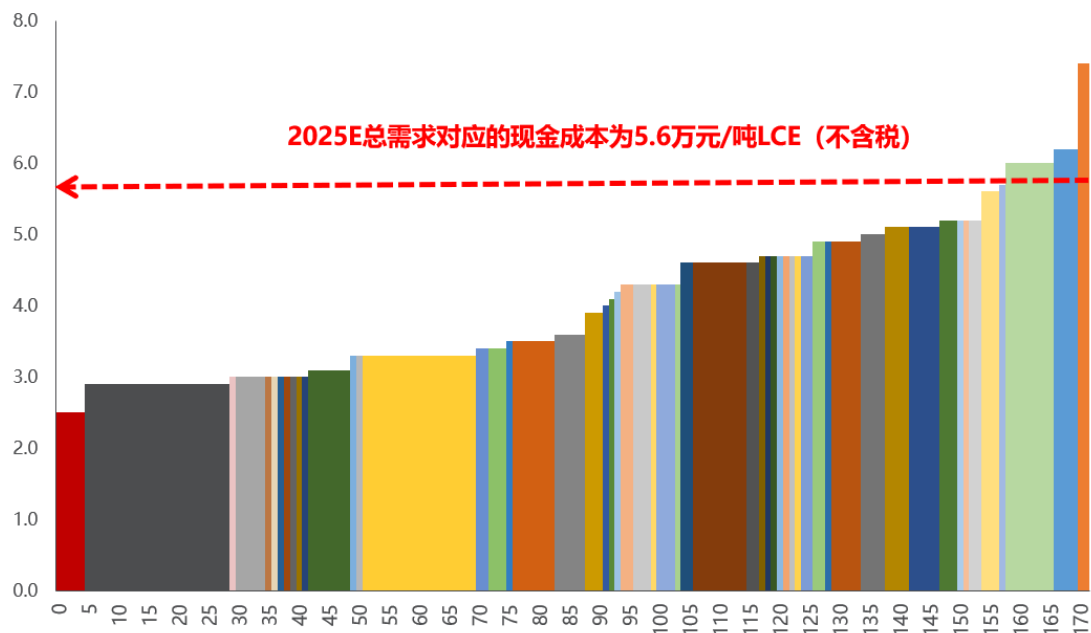
表6：全球锂供需预测（不考虑江西和青海矿证后续影响）

指标	单位	2024	2025E	2026E	2027E
全球总供给	万吨 LCE	139.1	174.3	212.0	238.4
yoy	%	28.4%	25.3%	21.6%	12.5%
全球总需求	万吨 LCE	126.5	155.1	188.4	222.4
yoy	%	24.1%	22.6%	21.5%	18.1%
供需平衡	万吨 LCE	12.6	19.3	23.6	16.0

资料来源：中汽协，各公司公告，储能与电力市场，民生证券研究院预测

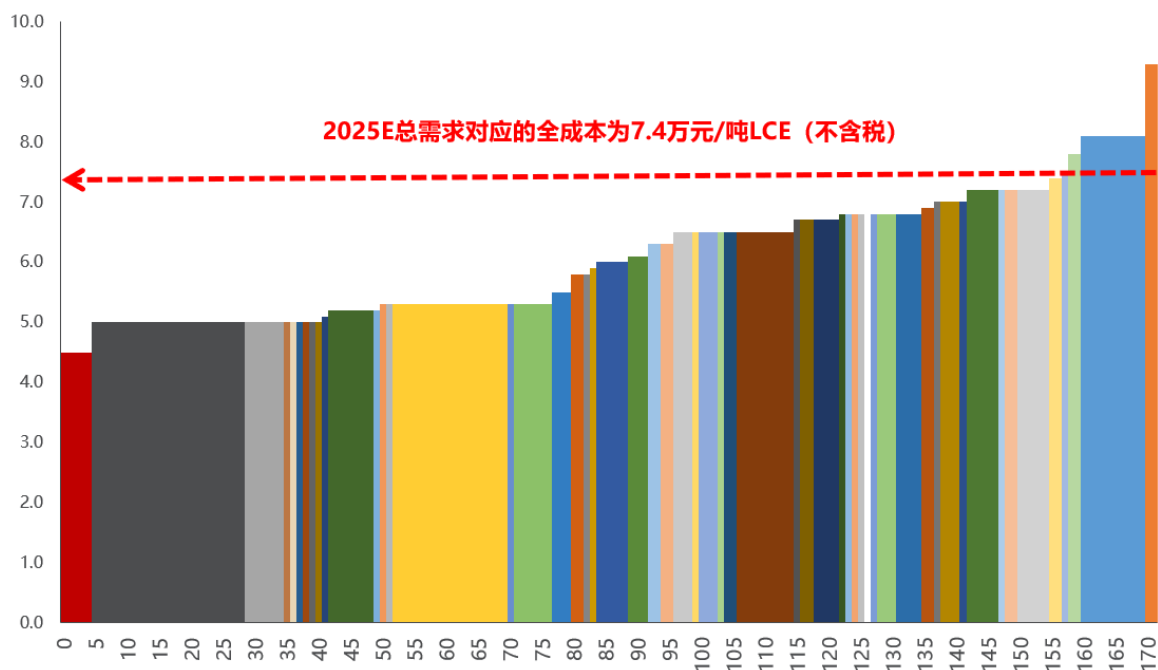
锂价位于底部区间，向上弹性显现。2024H2 锂价跌至 7-8 万元左右时，澳矿陆续出现减停产动作，锂价很难继续下跌，显示出行业的成本支撑位。根据我们绘制的 2025 年全球锂行业成本曲线，2025 年锂行业总需求对应的现金成本为 5.6 万元/吨 LCE，完全成本为 7.4 万元/吨。2026 年锂行业总需求对应的现金成本分别为 5.2 万元/吨 LCE，我们认为目前锂价已处于底部区间，锂价向上弹性出现。

图19：2025 年全球锂行业现金成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2025 年累计锂供给）



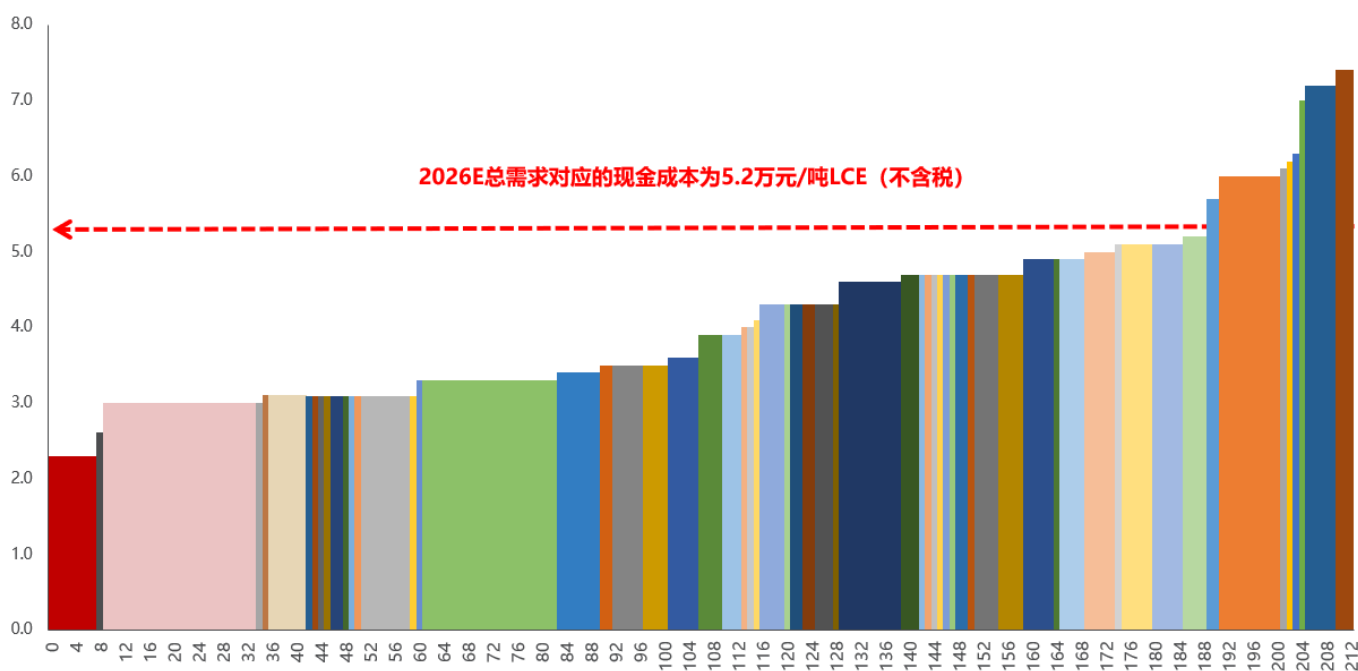
资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图20：2025 年全球锂行业全成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2025 年累计锂供给）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图21：2026 年全球锂行业现金成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2026 年累计锂供给）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

3 投资建议

周期底部，供应端扰动频发，行业供需格局有望改善。在2021-2022年高锂价刺激下，南美盐湖、澳矿、非洲矿开始逐步释放产能，锂行业供需格局由紧缺走向过剩，锂价中枢大幅回落。但在6万元/吨的碳酸锂价格下，仅有国内盐湖和极少数资源禀赋较为优秀的矿石项目还能盈利，锂价正在逼近澳矿和多数硬岩型矿山的现金成本，行业普遍成本压力较大，我们认为在6万元/吨附近行业成本支撑较强。亏损压力下，供应端风险频发风险增大，高成本项目停产是大概率事件，叠加国内江西青海矿权不合规问题可能引发的减停产风险，行业供需格局有望显著改善。**建议重点关注成本优势明显及同时第二、三主业具备估值优势的中矿资源、永兴材料、雅化集团、盐湖股份，若锂价明显反弹，也关注弹性的天齐锂业、赣锋锂业等行业龙头。**

4 风险提示

1) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对相关公司盈利造成负面影响。

2) 项目进度不及预期。扩产项目进度不及预期将影响产能释放，进而影响销量，拖累相关公司业绩。

3) 海外地缘政治风险。相关公司多处在产和规划项目位于海外，若发生地缘政治风险，将影响项目产能的正常释放，进而影响业绩。

插图目录

图 1: 锂盐价格、锂精矿价格走势回顾 (截至 2025 年 7 月 25 日)	3
图 2: 全球锂供给预测 (万吨 LCE)	4
图 3: 全球锂供给增量预测 (万吨 LCE)	4
图 4: 25M1-M6 国内新能源车销量大超预期	8
图 5: 25M1-M6 国内新能源车总销量同比+40.3%	8
图 6: 25M1-M6 国内新能源车出口增速持续提升	8
图 7: 25M1-M6 国内新能源车总出口同比+74.3%	8
图 8: 25M1-M5 海外新能源车销量不及预期	9
图 9: 25M1-M5 海外新能源车总销量同比+13.4%	9
图 10: 25M1-M5 全球新能源车销量受国内需求拉动	9
图 11: 25M1-M5 全球新能源车总销量同比+34.6%	9
图 12: 25M1-M6 国内储能中标容量增幅强劲	10
图 13: 25M1-M6 国内储能中标总容量同比+180.6%	10
图 14: 25M1-M6 国内 LFP 正极厂主动补库	10
图 15: 25M1-M6 国内 LFP 正极总产量同比+82.4%	10
图 16: 25M1-M6 国内三元正极月度产量表现平平	11
图 17: 25M1-M6 国内三元正极总产量同比+6.2%	11
图 18: 国内碳酸锂库存 (吨)	11
图 19: 2025 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2025 年累计锂供给)	13
图 20: 2025 年全球锂行业全成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2025 年累计锂供给)	13
图 21: 2026 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2026 年累计锂供给)	14

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 南美盐湖产能产量预测	5
表 2: 澳矿产能产量预测	6
表 3: 非洲重点矿产能产量预测	6
表 4: 国内云母矿产能产量预测	7
表 5: 青海盐湖产量预测	7
表 6: 全球锂供需预测 (不考虑江西和青海矿证后续影响)	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048