

# 如何从全产业链库存角度评估锂价反弹空间？

东证衍生品研究院  
2025年3月

陈祎萱 CFA 有色金属分析师

从业资格号：F3074710

投资咨询号：Z0017769



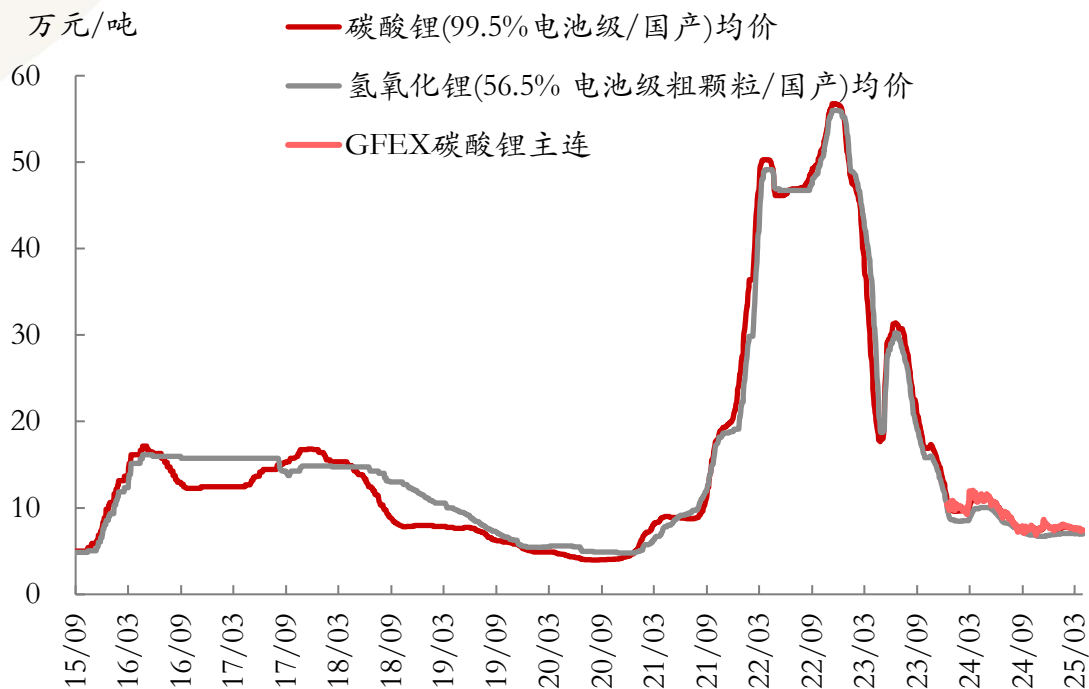
东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

# 25Q1行情回顾

- 1月价格&基差双双走强：淡季需求韧性超预期；
- 春节后锂价震荡回落：
  - 2月：枞下窝超预期复产，叠加智利发运超预期，盐端由此前紧平衡转向明确过剩，供应压力主导第一波下行；
  - 3月：中旬起矿价边际松动，成本支撑逻辑证伪后盘面再次下探；

图表：碳酸锂期现货走势回顾



图表：GFEX碳酸锂期货主连走势回顾



资料来源：Wind，SMM，东证衍生品研究院

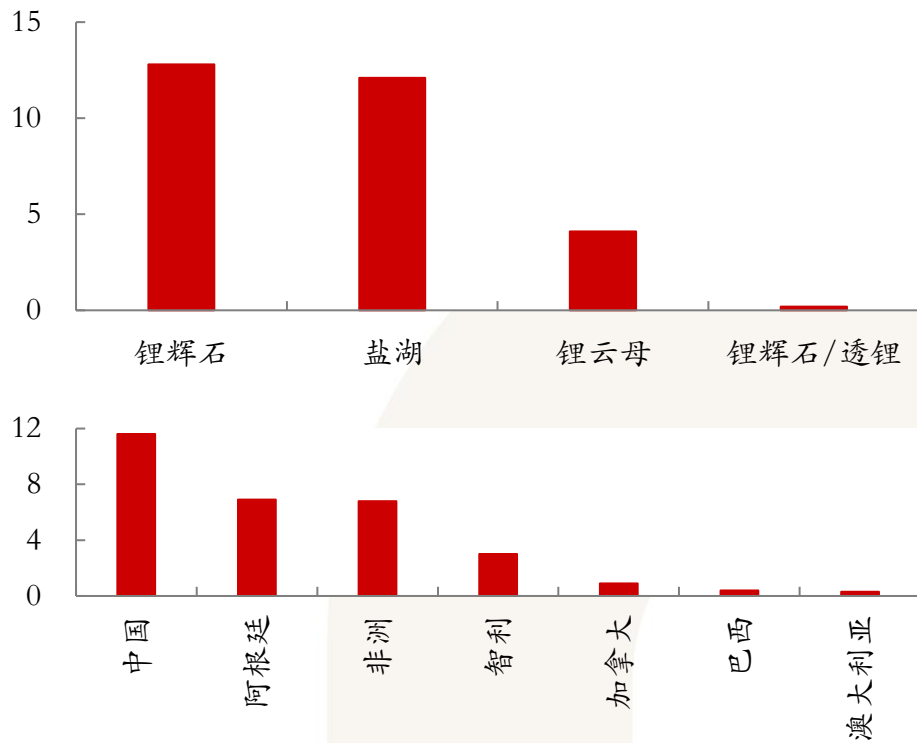
# 资源端新项目推进顺利

- ❑ 低价环境下，25Q1新项目整体进展仍较为顺利：Goulamina、Kamativi二期、Bougouni等持续爬产；大红柳滩已产出合格锂精矿……
- ❑ 此外，枳下窝于2月复产，保守预期下25年资源端供应增量上修至29wt LCE；

图表： 2025年全球锂资源重点项目产量变化一览（万吨LCE）

项目	公司	所在地	资源类别	2024E	2025E	同比
Goulamina	赣锋50%、Leo Lithium 50%	马里	锂辉石	0.2	4.0	3.8
Kamativi	KMC（雅化持股60%）	津巴布韦	锂辉石	0.7	3.5	2.8
大红柳滩	新疆有色	中国	锂辉石	1.0	3.5	2.5
Kathleen Valley	Liontown Resources	澳大利亚	锂辉石	0.9	3.0	2.1
Salar de Atacama	SQM	智利	盐湖	21.0	23.0	2.0
Mt Holland	SQM 50%; Wesfarmers 50%	澳大利亚	锂辉石	2.5	4.2	1.7
马尔康党坝	国城矿业	中国	锂辉石	0.6	2.2	1.6
察尔汗盐湖	蓝科锂业	中国	盐湖	4.0	5.5	1.5
Centenario	Eramet；青山	阿根廷	盐湖	0.1	1.3	1.2
Finniss	Core	澳大利亚	锂辉石	0.8	0.0	-0.8
Mt Cattlin	Arcadium	澳大利亚	锂辉石	1.5	0.5	-1.0
Bald Hill	MinRes	澳大利亚	锂辉石	1.0	0.0	-1.0
Pilgangoora	Pilbara	澳大利亚	锂辉石	9.1	7.5	-1.6
Sandawana	Kuvimba	津巴布韦	锂辉石	3.7	0.0	-3.7
枳下窝	宁德时代	中国	锂云母	3.7	3.7	0
其他				82.2	100.1	17.9
原生锂资源供应合计				133.1	162.3	29.2

图表： 2025年供应增量结构（万吨LCE）

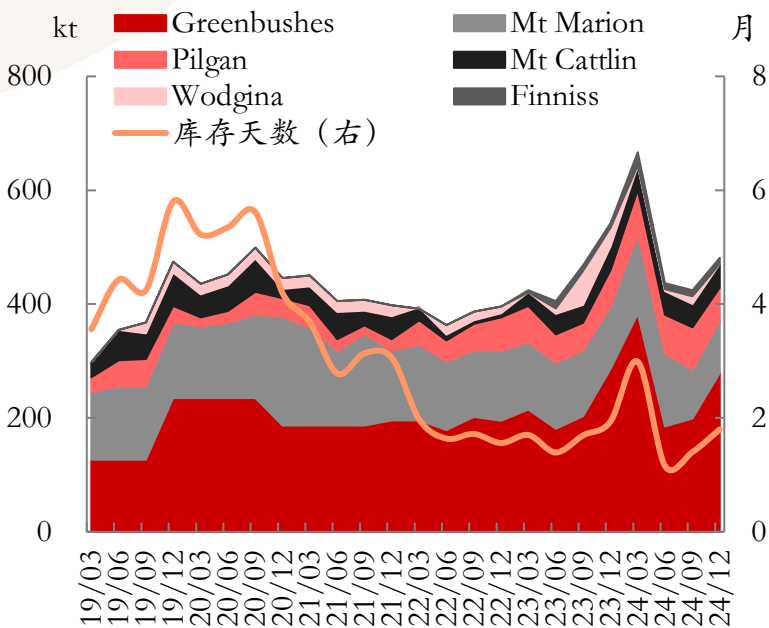


资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

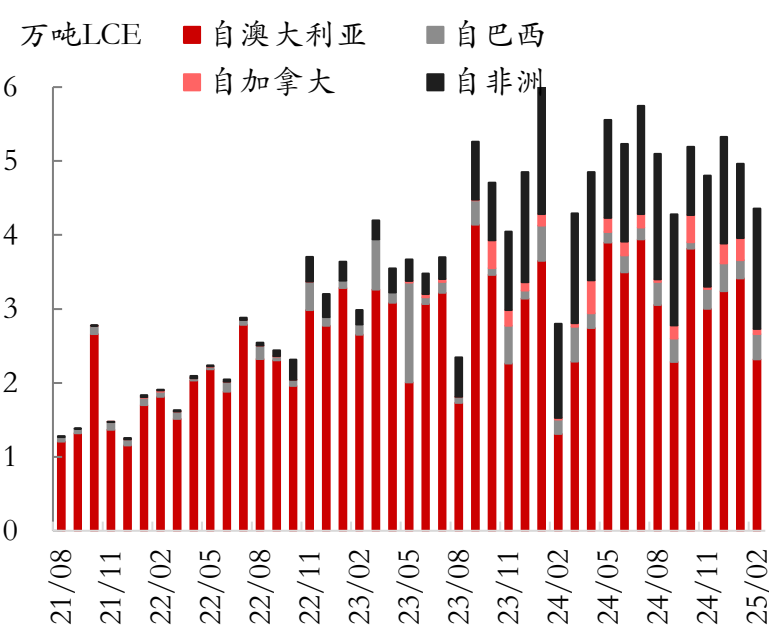
# 境内外矿端库存水平仍中性偏高

- 据测算，澳矿24Q4起开始累库，结合25Q1发运情况，至3月底澳矿成品库存或增至2月以上，矿端持续挺价能力存疑；
- 资源端增量部分通过矿端进口兑现至中国市场，25年1-2月锂矿进口同比+2%（同比增速受海关编码调整影响）：原有供应国发运整体稳定，南非增量显著，后续关注来自马里的到港情况；
- 中国境内或仍有约4个月锂矿库存，偏高的矿端库存将限制价格的反弹空间；

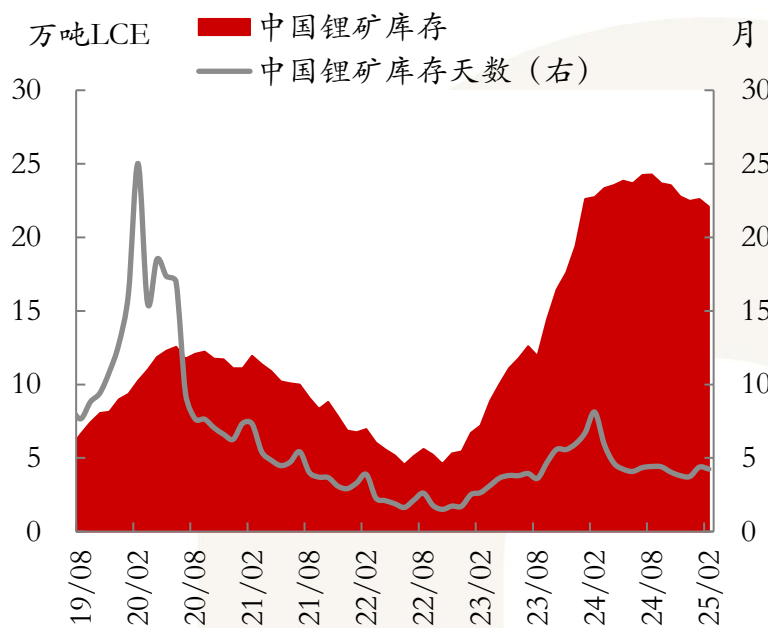
图表：海外锂矿库存情况



图表：中国锂矿月度进口量



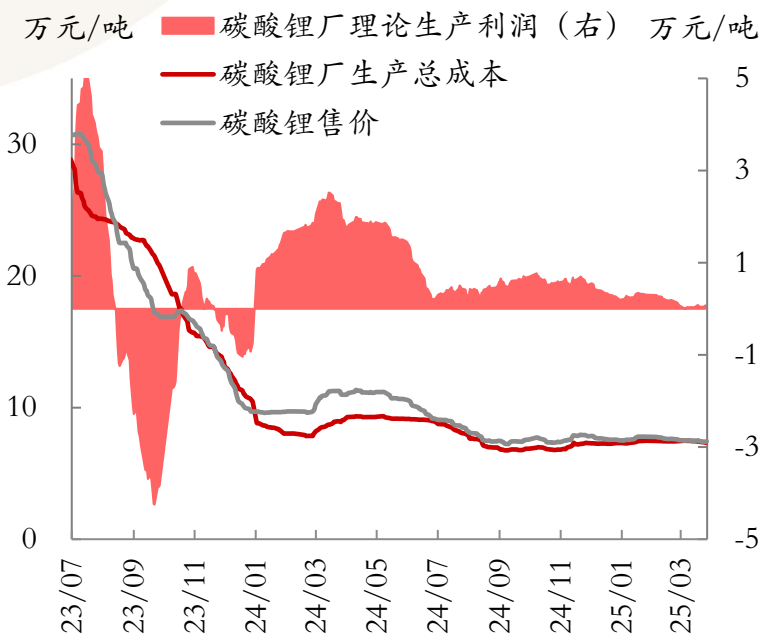
图表：中国锂矿石库存天数



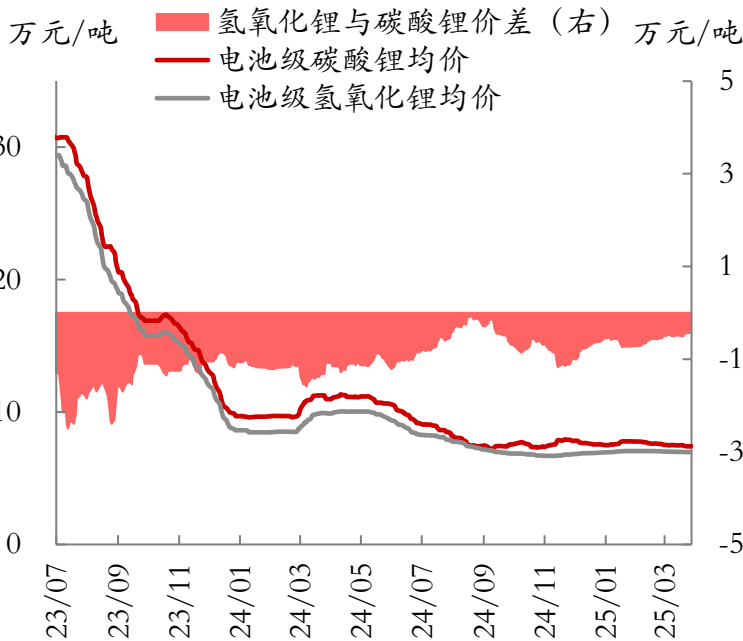
# 利润波动决定矿端库存向盐端转化效率

- 矿端原料库存充裕、锂盐转化产能过剩，国内碳酸锂产出节奏或主要取决于价格波动带来的利润变化：
  - 锂价反弹、矿端调价略滞后→利润走阔：供应增量通常在半个月內兑现；
  - 锂价下跌、矿端调价略滞后→利润收缩：供应收缩需要更长时间兑现（原料库存/套保/加工利润持续压缩）；
- 此外，碳氢价差持续倒挂，24H2起持续有盐厂将原有LiOH产线加碳化线转产LC，对应LC有效产能的增加；

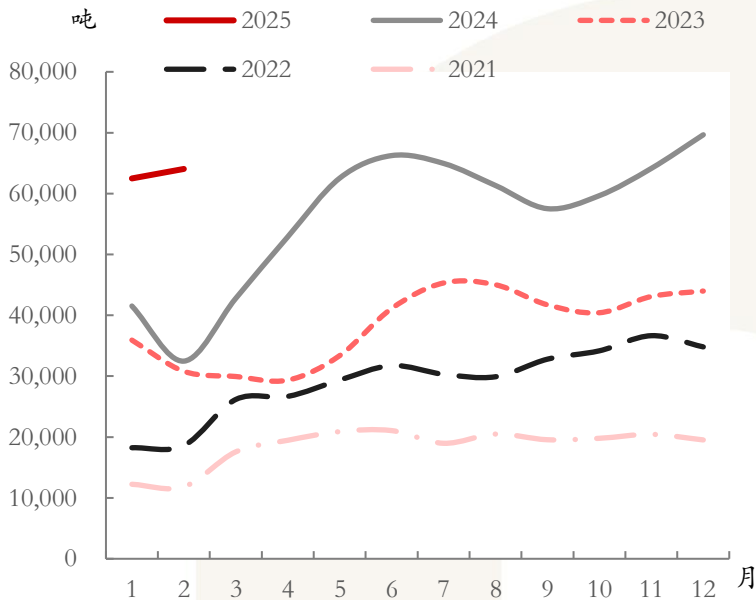
图表：锂盐厂理论利润



图表：碳-氢价差



图表：中国碳酸锂月度产量

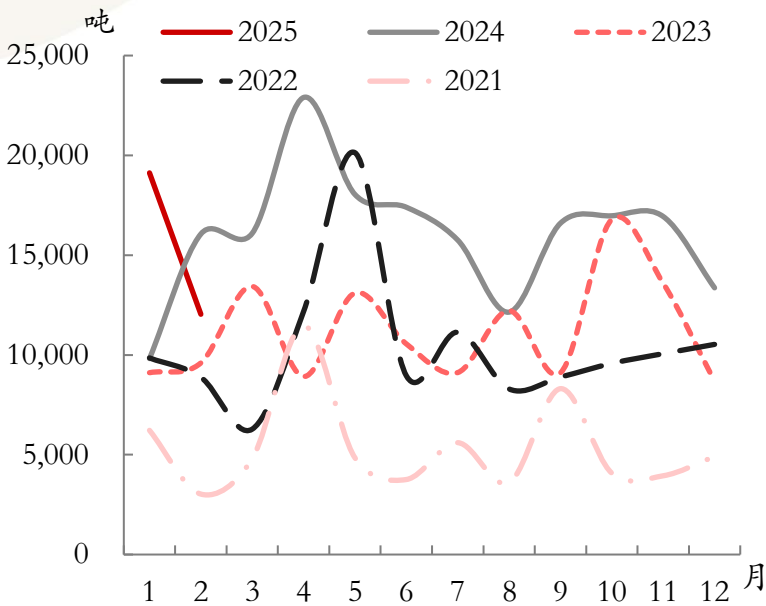


资料来源：SMM, Wind, 东证衍生品研究院测算

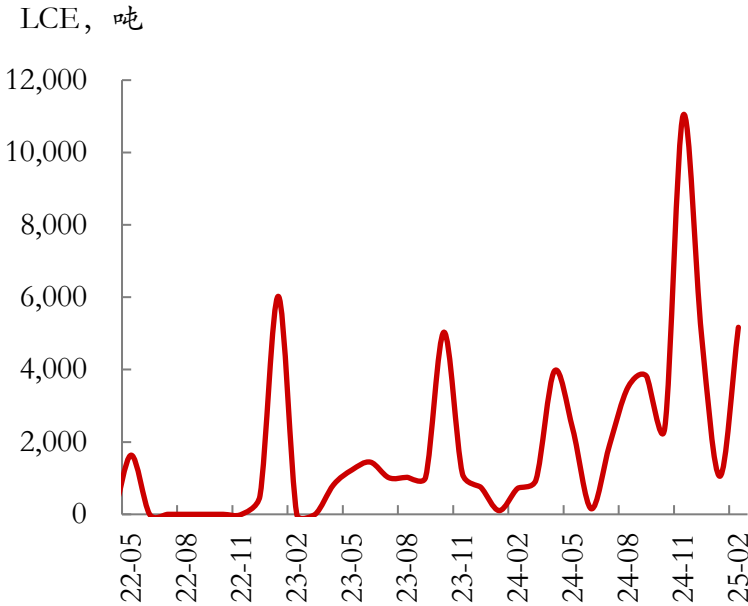
# 南美发运同比高增，智利硫酸锂带来边际增量

- 锂盐进口方面，智利和阿根廷的发运数据有更好的领先性：
  - 1-2月智利对中国碳酸锂发运量达3.12万吨，同比+20%，硫酸锂发运量0.62万吨LCE，同比+660%；
  - 1-2月阿根廷对中国发运碳酸锂1.41万吨，同比+113%；
- 结合中国海关到港数据&海外发运情况，2月受春节影响清关效率较低、进口冲击或主要兑现于3月；

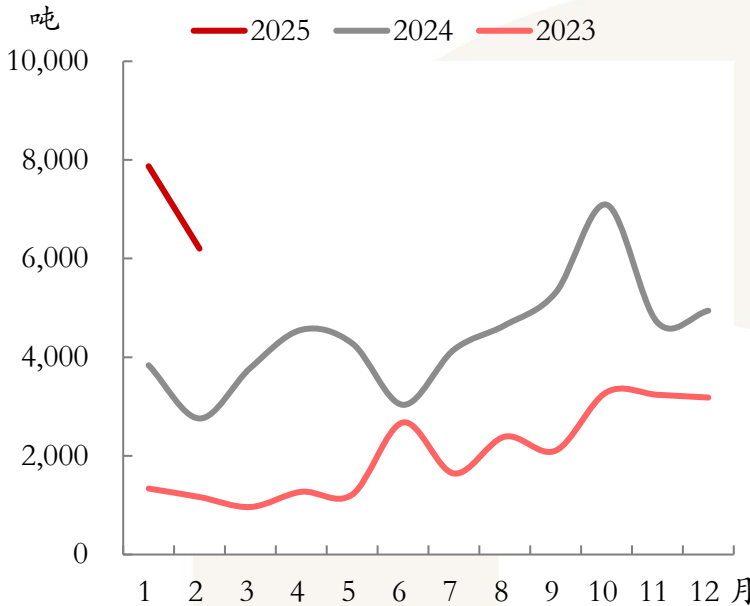
图表：智利-中国碳酸锂发运量



图表：智利-中国硫酸锂发运量



图表：阿根廷-中国碳酸锂发运量



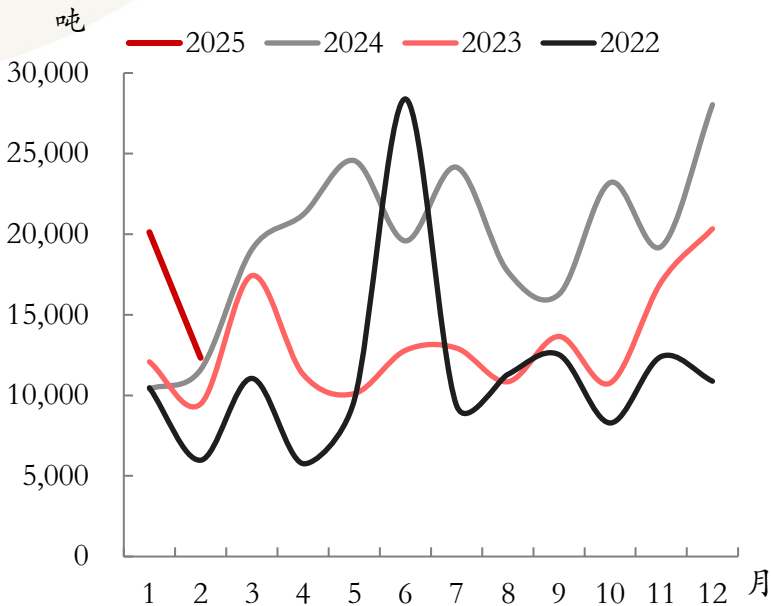
资料来源：智利海关，中联金，东证衍生品研究院



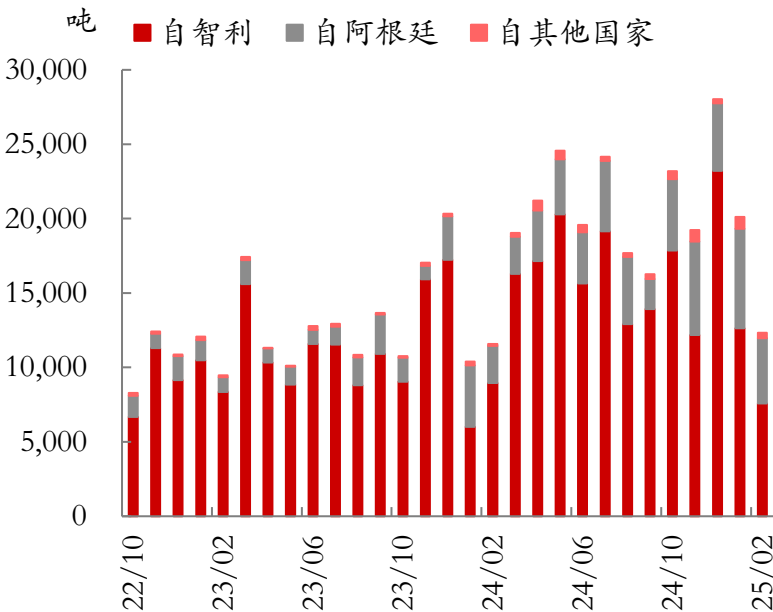
# 南美发运同比高增，智利硫酸锂带来边际增量

- 锂盐进口方面，智利和阿根廷的发运数据有更好的领先性：
  - 1-2月智利对中国碳酸锂发运量达3.12万吨，同比+20%，硫酸锂发运量0.62万吨LCE，同比+660%；
  - 1-2月阿根廷对中国发运碳酸锂1.41万吨，同比+113%；
- 结合中国海关到港数据&海外发运情况，2月受春节影响清关效率较低、进口冲击或主要兑现于3月；

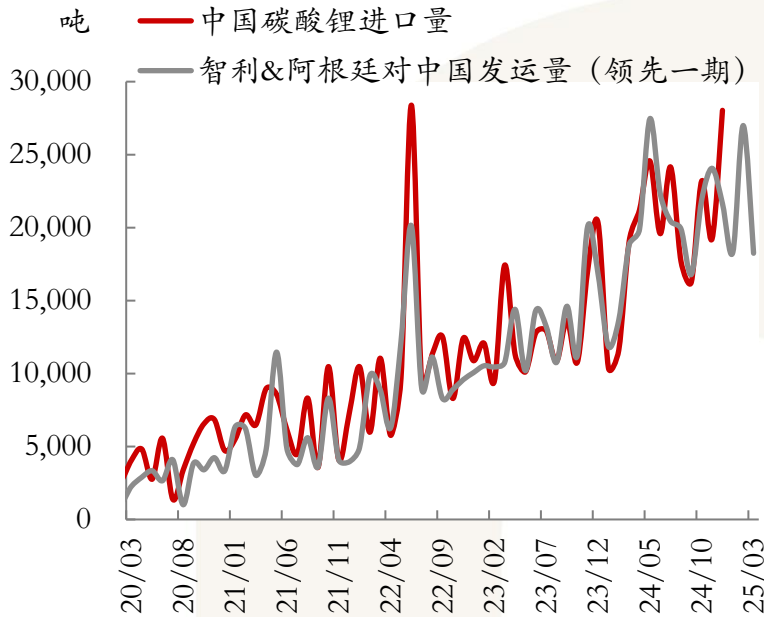
图表：中国碳酸锂月度进口量



图表：中国碳酸锂月度进口量（分国别）



图表：中国碳酸锂进口量&南美对中国发运量

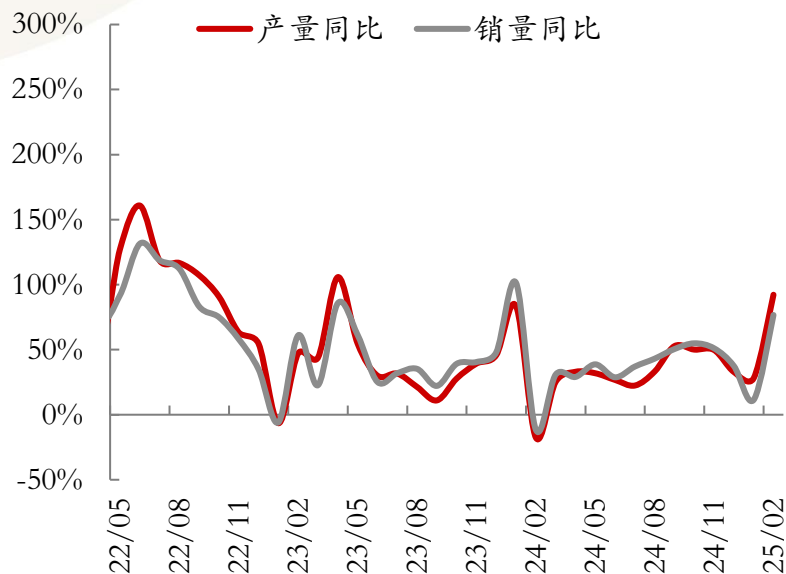


资料来源：SMM，海关总署，智利海关，中联金，东证衍生品研究院测算

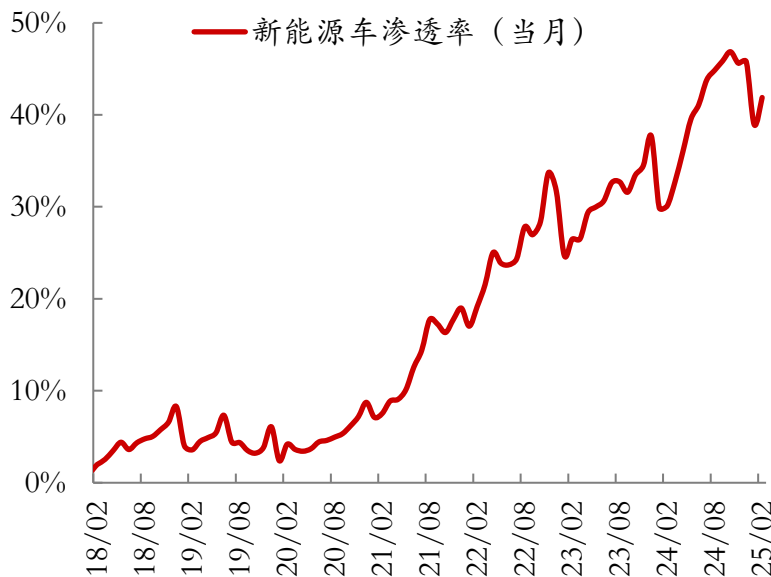
## □ 动力（25年基准预期：YoY 20-25%）

- 中国市场：以旧换新政策延续&智驾向中低端车型普及，25年以来终端产销同比高增，周度渗透率回升至50%上方；
- 欧美市场：欧洲新能源车注册量累计同比+21%，美国需求受关税及补贴政策扰动；

图表：中国新能源车月度销量



图表：中国新能源车渗透率



图表：欧美电车销量同比增速



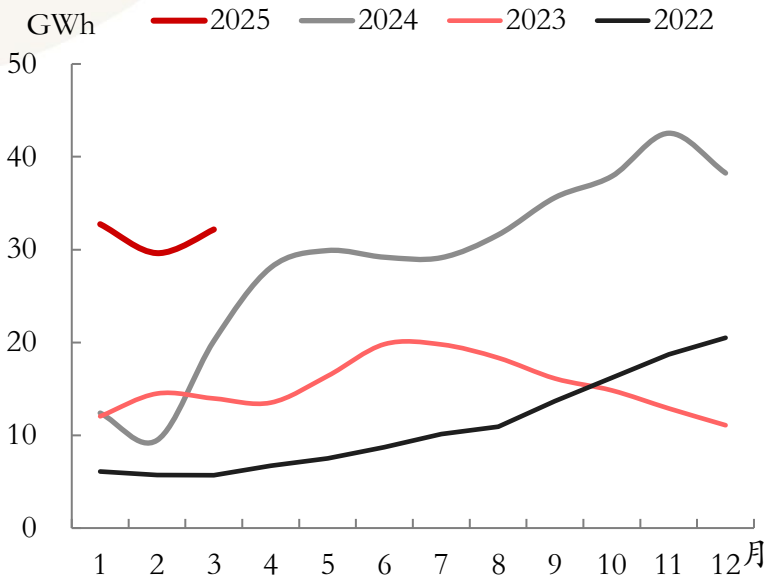


# 储能不确定性边际增强

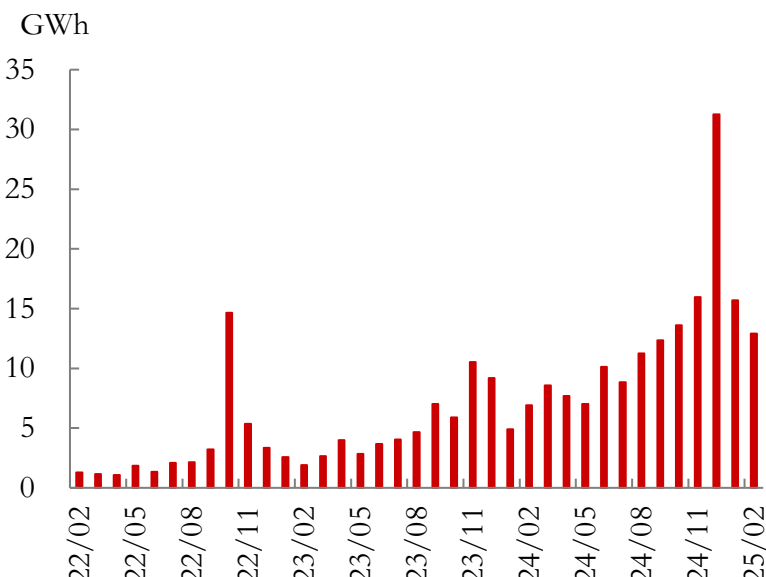
□ 储能（25年基准预期：YoY 40-50%）

- 国内：储能需求的压舱石和季节性的主要来源，强制配储的取消或给短期需求带来不确定性；
- 海外：中东需求偏政府主导、维持高增；但美国抢出口或接近尾声（当地电芯累库、关税递增），同比增速或逐步回落；

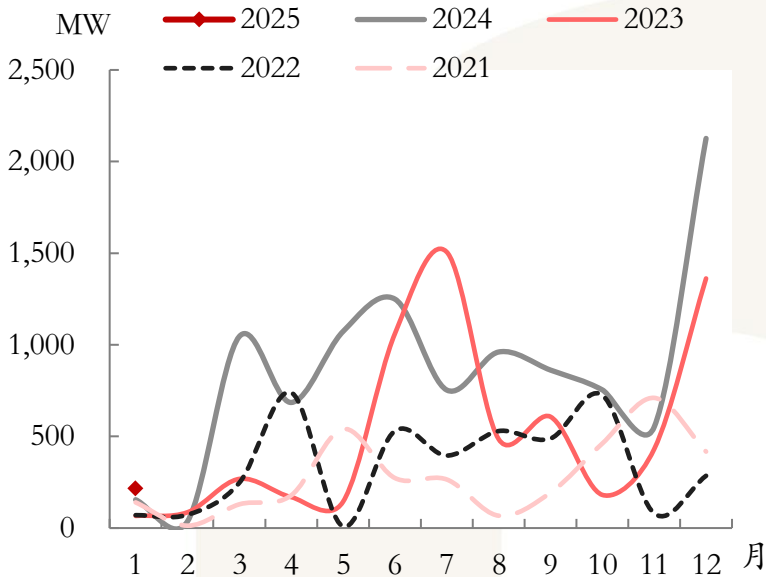
图表：储能电芯月度产量



图表：中国大储项目中标情况



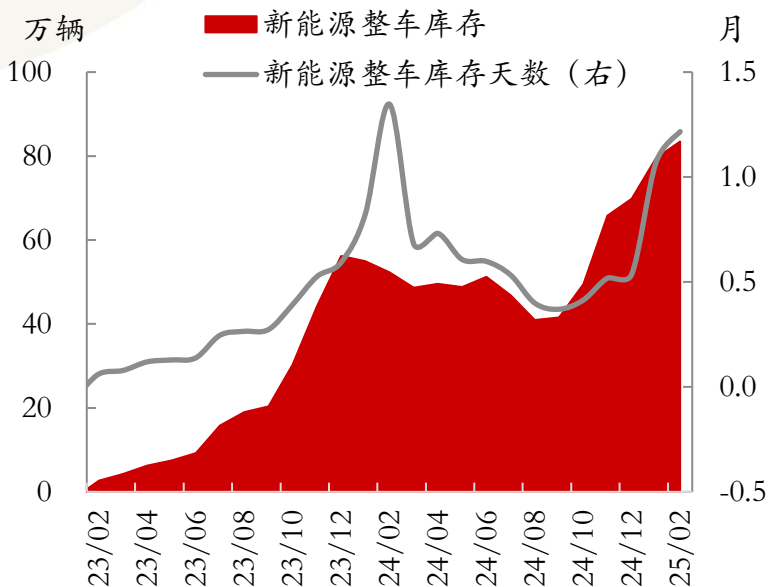
图表：美国大储新增装机量



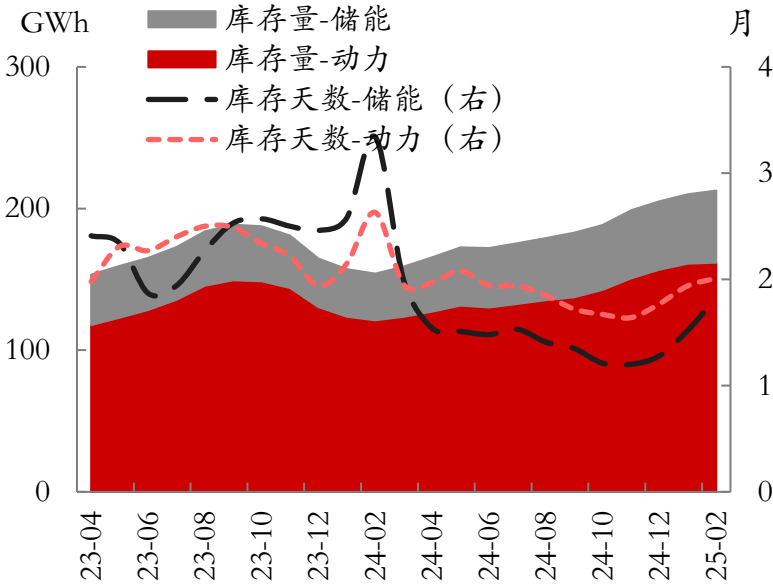
# 下游淡季小幅补库，旺季成色难超预期

- ❑ 排产调研显示，2412-2502表需淡季不淡，下游各环节库存绝对量/库存天数低位回升，或一定程度上表征下游淡季补库存；
- ❑ 下行周期内暂难将此定义为战略性主动补库存，下游小幅备库进入旺季后，Q2需求再度超预期的概率较小；
- ❑ 库存天数小幅回补后，下游的采购策略或更多是“低买”而非“追涨”，价格反弹后下游承接力度偏弱；

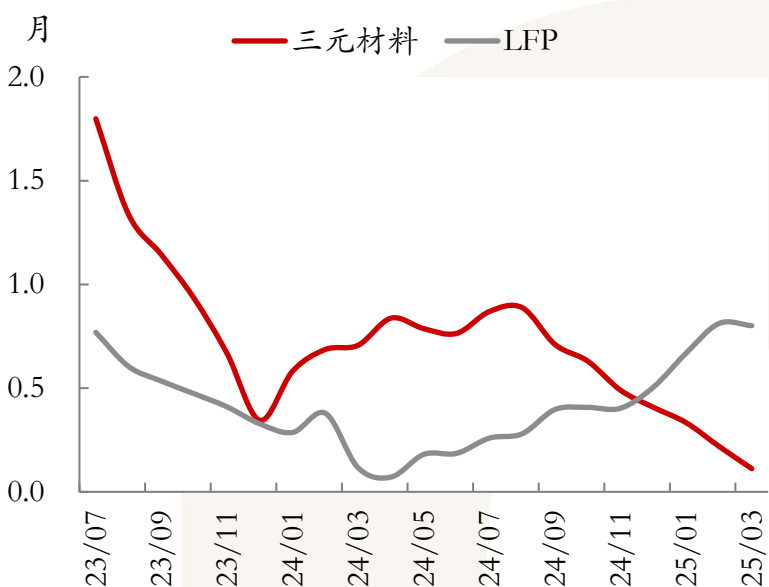
图表：中国新能源整车库存天数



图表：中国锂电池库存天数



图表：中国正极材料库存天数



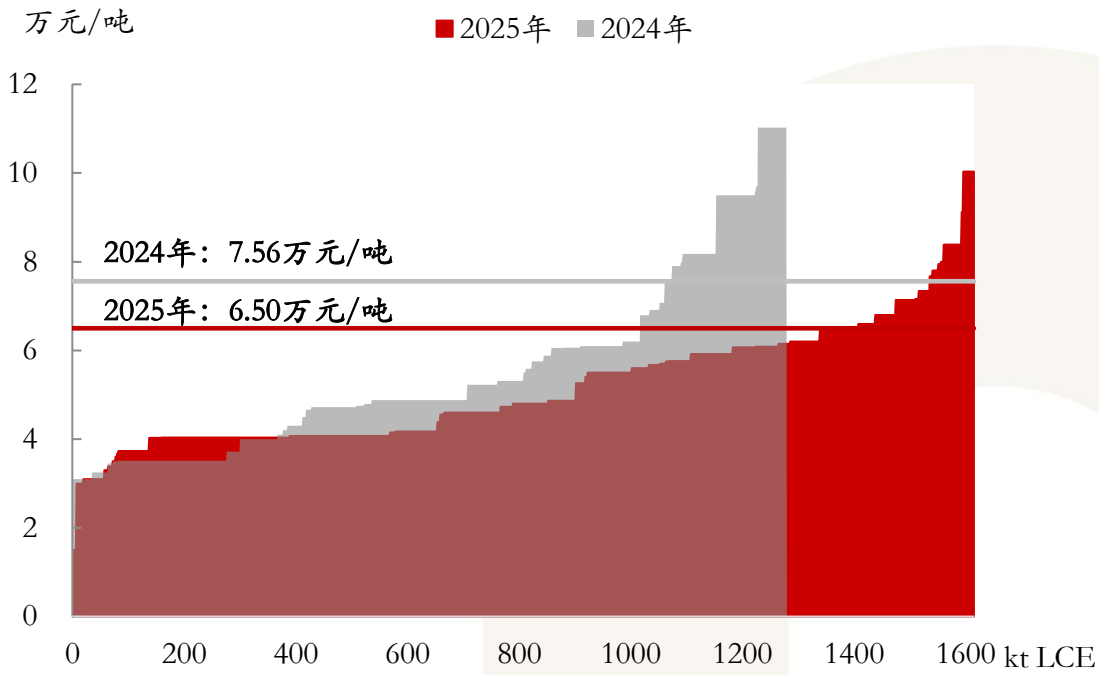
# 静态平衡仍是过剩，成本支撑同比下移

- ❑ 过剩格局依旧，品种的核心逻辑仍是通过跌价使供应增速阶段性放缓，同时耐心等待需求增速回升；
- ❑ 2025年锂资源成本支撑下移至6.5万元/吨（含税现金成本）：边际产能向左侧移动；低成本项目加入供应；下行期内各项目积极降本；
- ❑ 成本曲线较2024年更加扁平化，低估值环境需警惕供应端潜在扰动；同时，也需要关注此前关停项目降本后复产的可能性；

图表：全球锂资源供需平衡表

(万吨LCE)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
锂矿	22.1	19.2	25.4	35.3	51.6	70.0	83.0
盐湖	20.0	19.3	23.6	30.6	35.9	47.3	59.4
锂云母	2.8	3.0	6.5	10.0	7.5	15.8	19.9
回收	0.0	0.5	1.0	5.4	7.5	6.0	7.2
全球总供应	44.9	42.0	56.5	81.3	102.5	139.1	169.5
供应增速	-	-6%	35%	44%	26%	36%	22%
动力电池	7.6	10.4	23.0	35.0	45.5	59.2	73.9
储能电池	1.4	2.1	4.2	9.0	12.6	21.4	32.1
消费电子	3.7	4.4	5.0	5.0	5.0	5.1	5.2
小动力电池	2.0	3.0	4.3	5.0	5.5	5.6	5.7
传统工业需求	14.0	13.3	14.3	14.5	15.0	15.2	15.4
全球总需求	28.69	36.16	59.80	78.50	96.60	119.47	147.37
同比增速	-	26%	65%	31%	23%	24%	23%
供需平衡	16.2	5.8	-3.3	2.8	5.9	19.6	22.1

图表：全球锂资源成本曲线（2024&2025，C1现金成本，含税）



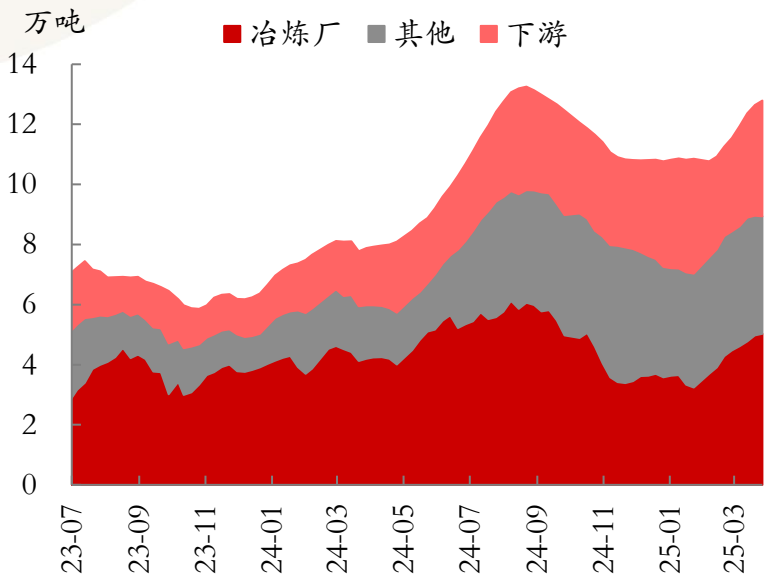
资料来源：SMM，中汽协，海关总署，公司公告，东证衍生品研究院测算

# 短期库存的分化：社会库存&仓单

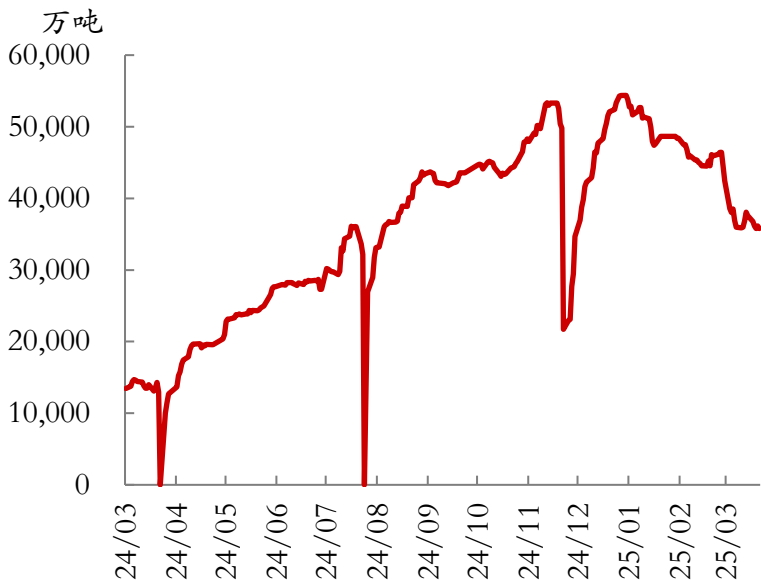
□ 2月以来，碳酸锂社会库存持续累库，但交易所显性仓单持续去化：

- 价格双轨制下，盘面下跌后基差报价相比长协定价更低，支撑基差持续走强；
- 高基差下，下游买交割更具性价比、对应仓单注销出库；同时无交割利润也使得仓单注册速度偏慢；
- 据统计，截至3月底，2月后入库的新仓单累计约1.8万张；

图表：SMM中国碳酸锂社会库存



图表：广期所碳酸锂注册仓单量



图表：现货市场升贴水报价高低幅（对主力合约）



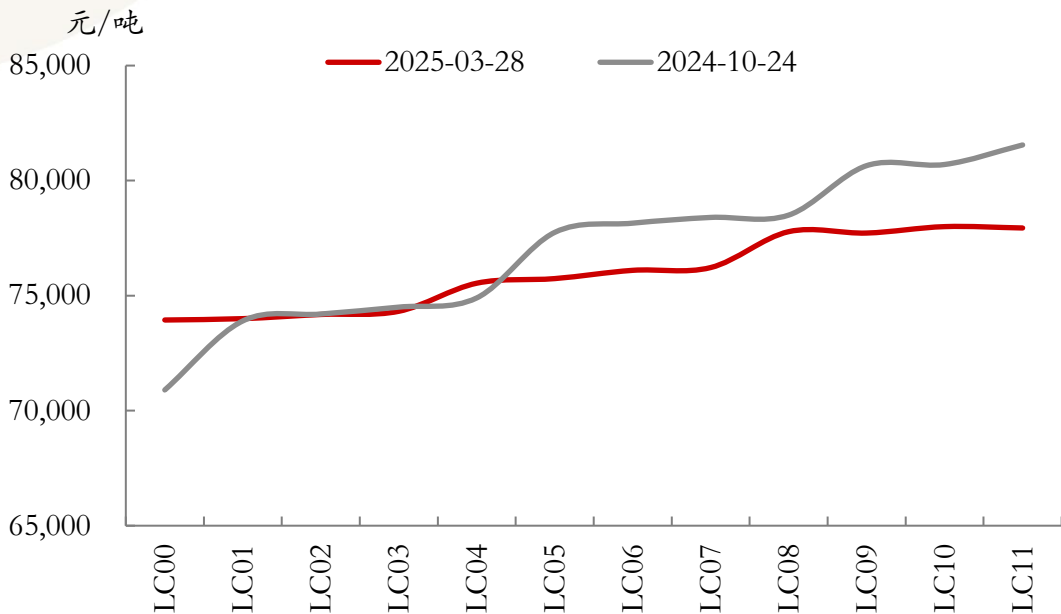
资料来源： SMM, Wind, 东证衍生品研究院

# LC月差走势复盘

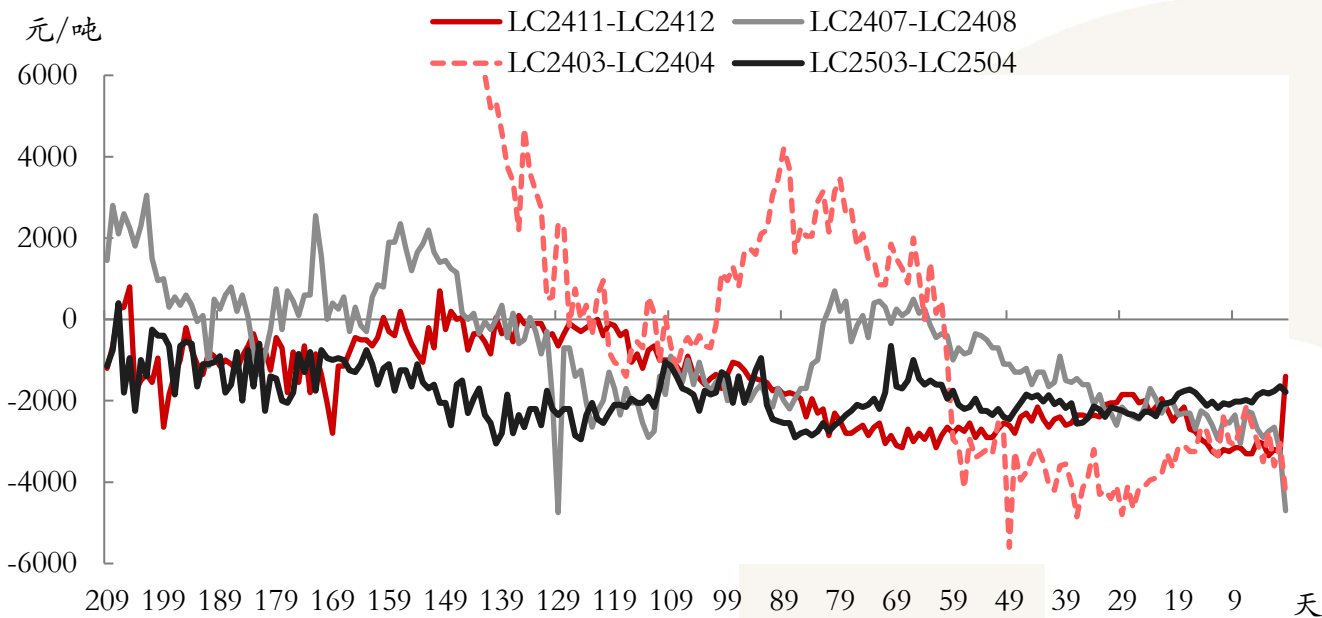
自首次交割以来，LC持续维持C结构以覆盖持货成本（资金&仓储），其中常规月差基本对应full carry成本，月差套利机会更多存在于仓单注销月及后续合约：

- 2407-2408: 反套逻辑贯穿始终。仓单买交割意愿不足&交割月前投机多头平仓驱动反套进一步走阔；
- 2411-2412: 进入交割月前正套快速走强。一致预期导致反套头寸过于拥挤，下游大量买交割导致预期反转；
- 2503-2504: 月差波动显著收窄。绝对价格低位、下游接货预期限制了反套的盈利目标；社会库存走高使得正套缺乏基本面支撑；

图表：LC期限结构



图表：LC各注销月与相邻月月差走势（横轴为距离交割月天数）



## □ 基本面概况

□ 中长期仍是偏空指引：过剩依旧、成本支撑下移，2025年锂价仍是底部震荡格局，全年价格运行区间或在6.5-8.5万元/吨；

## □ 二季度基本面暂无显著矛盾：

□ 矿价与盐价螺旋下跌、锂盐厂利润持续受挤压但暂无减停产压力；反弹后矿端库存能快速向下转化、对应碳酸锂产出增加；

□ 下游各环节已小幅备库，旺季内采购策略更多是“低买”而非“追涨”；

## □ 二季度策略推荐

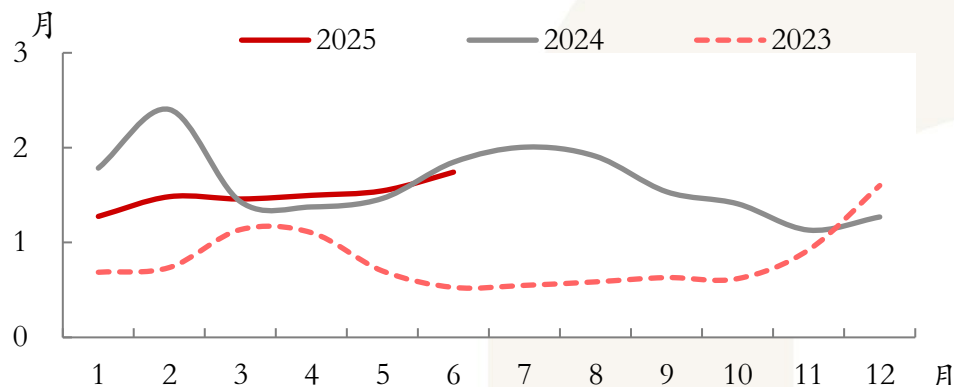
■ 单边：二季度主力合约运行区间或在6.5-7.8万元/吨，相对更建议以逢高沽空思路对待；

■ 套利：建议关注LC2507-LC2508的反套机会；

图表：中国碳酸锂季度平衡

	产量	净进口	电池类需求	其他需求	总真实需求	供应-真实消费
24Q1	116,790	40,077	117,743	15,736	133,480	23,387
24Q2	181,674	64,294	182,760	20,011	202,771	43,197
24Q3	183,810	57,434	213,886	18,420	232,306	8,938
24Q4	193,470	69,324	261,408	13,861	275,268	(12,475)
25Q1	206,540	56,634	229,421	16,052	245,473	17,702
25Q2 F	230,000	70,100	251,960	20,835	272,794	27,306

图表：中国碳酸锂库存消费比



资料来源：Wind，SMM，中联金，海关总署，智利海关，东证衍生品研究院测算



# 分析师承诺&免责声明

## 分析师承诺

### 陈祎萱

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。  
本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。  
本研究报告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的当然客户。  
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。  
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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。  
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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。  
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。  
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。