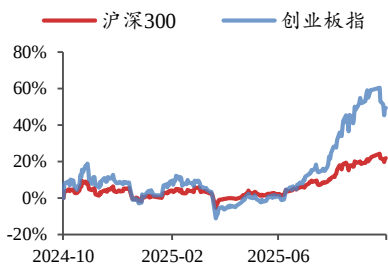


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	2.348
银行	1.351
食品饮料	0.969
通信	0.741
医药生物	0.204

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	-2.137
有色金属	-2.065
建筑材料	-1.858
基础化工	-1.757
农林牧渔	-1.564

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】信贷结构与资金活性持续优化——宏观经济点评-20251016

【固定收益】核心 CPI 同比持续回升，PPI 同比延续修复——2025 年 9 月价格数据点评-20251016

行业公司

【农林牧渔】猪价超预期下跌，能繁去化或加速——行业点评报告-20251016

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报(2025年9月):9国新能源车维持高增长,英法意陆续启动电动车补贴——行业点评报告-20251016

【电力设备与新能源】充电桩“三年倍增”行动方案落地，有望开启新一轮投资周期——行业点评报告-20251016

【银行】关注“资金属性”增强过程中的银行经营分化——行业点评报告-20251016

【计算机：海光信息(688041.SH)】收入增长提速，持续加强市场投入与生态建设——公司信息更新报告-20251016

【电子：珠海冠宇(688772.SH)】消费电池龙头，打造 AI 终端高能量“心脏”——公司深度报告-20251016

研报摘要

总量研究

【宏观经济】信贷结构与资金活性持续优化——宏观经济点评-20251016

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：9月社会融资规模增长3.5万亿元，预期3.3万亿，前值2.6万亿；人民币贷款增长12900亿元，预期13900亿，前值5900亿。

信贷：人民币信贷同比缩量、结构改善

9月信贷增长12900亿元，同比少增3000亿元。居民融资意愿无明显起色。9月居民贷款录得3890亿元，同比少增1110亿元，其中按揭贷款同比微幅多增，居民短贷走弱、同比少增1279亿元。居民信贷同比少增幅度与8月差异较小，居民需求偏弱的趋势不变。“金九”房地产市场止跌回稳，30大中城市商品房成交面积同比增速均值较8月回升约17个百分点，按揭贷款较8月有一定改善，同比多增200亿元（前值同比少增1000亿元）；消费贷、经营贷并未有改善，或反映居民消费和扩表意愿仍低。9月财政对消费贷和经营贷贴息政策落地，政策效果或受申领复杂度等因素影响还未明显反映，后续可持续跟踪。

企业信贷平稳回暖，短贷增长仍强。9月新增企业贷款12200亿元，同比少增2700亿元，企业短贷仍强，表内票据为主要拖累。9月企业短贷新增7100亿元，同比多增2500亿元，表内票据融资同比少增4712亿元。9月依然保持企业端短贷强、票据弱，新增贷款结构持续改善。企业短贷多增或与化债和企业欠款清偿进程加深有关，企业现金流景气度提升。企业中长贷增加9100亿，同比少增500亿元，企业中长贷投放稳步好转、逐渐回归2024年水平，自8月以来有所回暖，但依然低于过去3年平均水平。9月基建开工情况看，水泥、石油沥青开工加速，螺纹钢开工率有所下滑但仍强于2024年，Q3地方债发行强度不减，资金对项目的投放效率逐渐提升。国家发改委表示政策性金融工具即将落地，对四季度企业配套贷款或将有显著拉动效果。

社融：政府债供给缓慢退坡，高基数下社融少增

9月新增社融35338亿元，同比少增2297亿元，社融增速回落至8.7%。企业债券融资同比转正，人民币贷款、政府债券在高基数下同比少增。表内人民币贷款新增16080亿元，同比少增3662亿元。9月政府债力度可观，超长期特别国债已基本发行完毕，专项债仍有空间。9月政府债券融资额新增11886亿元，同比少增3471亿元。政府债券供给下降的速度较为缓慢，但专项债基数偏高导致同比负增。9月地方债净融资额环比仅减少936亿元、同比减少8000亿元；国债净融资额环比增加407亿元、同比增加5002亿元。9月特别国债和专项债发行的力度并未明显缩减，但截至9月底，超长期特别国债已发行1.23万亿，完成全年额度的95%，剩余额度较少；专项债完成全年的74%，还有一定发行额度。四季度增量政策性金融工具有望拉动信贷放量，社融增速可能先保持当前增速再小幅下降。其他分项方面，企业债券同比多增2031亿元，9月信用债保持净增，同比读数偏高主要受基数影响。股票融资录得500亿元，同比多增372亿元，股票融资延续改善。未贴现银行承兑汇票同比多增1923亿元。

广义货币：非银存款由升转降，资金活性持续改善

9月M1增速环比提升1.2pct至7.2%，M2增速降至8.4%，M2增速在高基数上有所下降。存款结构看，财政存款同比多减6042亿元，9月财政支出力度强于2024年同期。居民和企业存款分别同比多增7600亿、1494亿元，财政存款向实体进行转移的程度更强。非银存款同比大幅少增，少增1.97万亿，结束了持续2个月的同比多增。非银存款的超额流出或意味着存款搬家的趋势有所放缓。M1增速继续回升或源自较低基数和财政支出发力的作用。尽管化债和企业欠款清偿资金发行进入尾声，经历时滞后这部分资金仍持续改善企业现金流。此外，从企业短贷、表外票据数据的强势也可以交叉印证，企业端生产经营的活力正在逐步积聚。M1-M2剪刀差缩窄至-1.2%，同样也是资金活性提高的积极信号。

当前金融数据月度差异较小，或已进入稳定的调结构期，一是贷款冲量规模逐渐降低，贷款去水分后更能反映实体需求情况；二是化债的影响减弱；三是实体的资金活性在逐渐回暖。但居民、企业中长期融资需求未改善，社会融资需求主要依赖政府融资的问题仍未解决，内生性的改善或仍需政策加码。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【固定收益】核心 CPI 同比持续回升，PPI 同比延续修复——2025 年 9 月价格数据点评-20251016

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

10 月 15 日国家统计局公布 2025 年 9 月价格数据，9 月 CPI 环比上涨 0.1%（前值为 0.0%，下同），同比下降 0.3%（-0.4%）；核心 CPI 环比持平（0.0%），同比上涨 1.0%（0.9%）；PPI 环比持平（0.0%），同比下降 2.3%（-2.9%）。

居民端：9 月核心 CPI 同比自 2024 年 3 月以来涨幅首次回到 1%

9 月 CPI 环比上涨 0.1%，同比下降 0.3%。其中城市同比下降 0.2%，农村下降 0.5%，食品下降 4.4%，非食品上涨 0.7%，消费品下降 0.8%，服务上涨 0.6%。1-9 月 CPI 同比下降 0.1%。

CPI 环比由平转涨，受服务和能源价格下降影响，环比涨幅略低于近五年 9 月环比均值。分类别看，食品烟酒类价格环比上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.13pct，其他七大类价格环比四涨一平两降，其中，其他用品及服务、衣着、生活用品及服务、医疗保健价格分别上涨 1.3%、0.7%、0.3%和 0.2%；居住价格持平；交通通信、教育文化娱乐价格分别下降 0.9%和 0.4%。

CPI 同比下降，主要是翘尾影响所致，翘尾影响约为-0.8pct。分类别看，食品价格下降 4.4%，影响 CPI 同比下降约 0.83pct，是影响 CPI 同比下降的主要因素，能源价格下降 2.7%，影响 CPI 同比下降约 0.20pct。

核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅连续第 5 个月扩大，2024 年 3 月以来涨幅首次回到 1%。其中扣除能源的工业消费品价格同比涨幅持续扩大，金饰品和铂金饰品价格大幅上涨，家用器具、家庭日用杂品和通信工具价格涨幅均有扩大。

工业端：PPI 同比降幅连续两个月收窄

9 月 PPI 环比持平，同比下降 2.3%，降幅比 8 月收窄 0.6pct。生产资料价格同比下降 2.4%，其中采掘工业价格下降 9.0%，原材料工业价格下降 2.9%，加工工业价格下降 1.7%；生活资料价格同比下降 1.7%，其中食品、衣着和耐用消费品价格分别下降 1.7%、0.3%和 3.9%，一般日用品价格上涨 0.7%。

PPI 环比连续两个月持平。供需结构改善带动部分行业价格明显企稳，煤炭、光伏、锂电池行业价格均有明显改善，光伏设备及元器件制造价格由 8 月下降 0.2%转为上涨 0.8%，非金属矿物制品业、锂离子电池制造价格降幅比 8 月分别收窄 0.6pct 和 0.3pct。

PPI 同比下降 2.3%，降幅比 8 月收窄 0.6pct，连续两个月收窄。除受 2024 年同期对比基数走低影响外，宏观政策发力与产业结构升级是持续收窄的关键因素。

市场：市场对基本面数据仍不敏感，长端收益率日内走势呈“N”型

价格数据于 10 月 15 日 9:30 公布，市场对基本面数据仍不敏感，低利率环境下市场更为关注权益、商品端走势，债市交易或仍受权益端表现及基金赎回费相关规定落地情况影响。午后权益端走强，长端收益率震荡上行，日内走势整体呈“N”型。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

（1）2025 年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；

(2) 物价等结构性问题，有望趋势性好转；

(3) 股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【农林牧渔】猪价超预期下跌，能繁去化或加速——行业点评报告-20251016

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

行业：猪价超预期下跌，能繁去化或加速

9月出栏增量猪价下跌，10月猪企出栏压力仍在。据涌益咨询，2025年9月全国生猪销售均价13.10元/公斤，环比-4.86%，同比-30.90%。涌益监控样本2025年9月屠宰量456.08万头，环比+5.12%，同比+4.05%。涌益样本9月生猪出栏较计划完成率96.50%，10月计划出栏较9月实际出栏+5.14%。猪价持续下行生猪养殖亏损加剧，10月涌益样本计划出栏环比增长，猪价短期仍存在一定压力。当前时点猪价超跌后或阶段性企稳，短期猪价上下行幅度均有限，政策、疫病及猪价超预期下行或驱动行业能繁去化加速。

大猪出栏占比环比下降，供给或逐步偏紧。截至2025年10月9日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比4.91%，周环比-0.16pct，同比-0.79pct，大猪出栏占比低于2024年同期。从Mysteel样本生猪月度存栏结构看，2025年9月行业140kg以上大体重肥猪存栏占比月环比基本持平。前期集团降重出栏导致市场大猪出栏偏多，预计后市大猪供给逐步偏紧。

短期供强需弱毛白价差下行，冻品库存率水平已高于2024年同期。截至2025年10月9日，涌益监控样本毛白价差3.97元/公斤，较8月同期环比-0.13元/公斤，同比-1.01元/公斤。全国冻品库容率为19.14%，同比+3.07pct，冻品累库或对猪价支撑力度边际转弱。

9月生猪养殖利润由盈转亏，涌益样本行业能繁存栏环比-0.46%。受猪价下行影响，行业9月自繁自养头均亏损7.27元/头，步入10月亏损加深。涌益样本2025年9月能繁存栏环比-0.46%。截至2025年10月10日，规模场7kg仔猪价格跌至183元/头，同比-110元/头。当前时点进入冬季仔猪补栏淡季，仔猪价格跌破行业300元/头平均成本线，生猪仔猪双重亏损有望带来能繁进一步去化。

企业：9月上市猪企生猪出栏均价环比下跌

截至2025年10月14日，12家上市猪企发布9月生猪销售数据，9月合计出栏生猪1377.49万头，同比+22.47%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团9月出栏量分别为557.30、332.53、139.42、79.07、61.27、37.37、46.80、26.69、41.09、11.00、22.05、22.90万头，分别同比+11%、+32.5%、+16.9%、+107.6%、+40.4%、+33.1%、+53.4%、-5.3%、+28.3%、+17.1%、-3.3%、+15%。

出栏均重方面，大北农9月商品猪出栏均重128.9公斤/头，环比+2.0公斤/头。

销售均价方面，主要10家上市猪企销售均价环比下跌，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团9月商品猪销售均价分别为12.88、13.18、12.89、12.75、12.80、12.91、12.93、12.17、13.60、12.82元/公斤，分别环比变动-4.7%、-5.2%、-4.8%、-7.3%、-6.6%、-5.6%、-3.4%、-4.8%、-9%、-7.6%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报（2025年9月）：9国新能源车维持高增长，英法意陆续启动电

车补贴——行业点评报告-20251016

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

2025 年 9 月欧洲 9 国新能源车销量 30.7 万辆，同比+35%

9 月欧洲 9 国新能源车维持高增长，且渗透率继续提升，英国、法国、意大利等环比提升明显。2025 年 9 月欧洲 9 国新能源车销量 30.7 万辆，同比+34.7%，新能源渗透率 31.8%，同比+5.8pcts。其中，BEV 销量 19.8 万辆，同比+22.8%；PHEV 销量 10.8 万辆，同比+63.6%。

(1)德国:2025 年以来德国电车渗透率整体呈逐月提升态势。2025 年 9 月德国 BEV 销量 4.5 万辆，同比+31.9%；PHEV 销量 2.8 万辆，同比+85.4%。

(2) 英国：9 月为英国车市传统旺季，销量环比增长明显。英国已重启 BEV 补贴，有望在未来几个月持续增加需求。2025 年 9 月英国 BEV 销量 7.3 万辆，同比+29.1%；PHEV 销量 3.8 万辆，同比+56.4%。

(3) 法国：9 月法国 BEV 占比 22.3%，为有史以来最高份额。法国社会租赁计划从 9 月 30 日起生效，预计将对未来几个月销量形成支撑。此外，自 10 月 1 日起，法国满足“整车在欧盟境内组装+电池在欧洲经济区（EEE）制造”的电车将额外获得 1000 欧元“欧洲生产补贴”。

(4) 意大利：2025 年 9 月意大利 BEV 销量 0.7 万辆，同比+10.8%；PHEV 销量 1.1 万辆，同比+165.8%。总额为 6 亿欧元的电车补贴暂定于 10 月 15 日启动。

(5) 西班牙：各细分市场新车型的不断推出、品牌的促销活动、MOVES III 补贴计划以及购买电动汽车的 15% 个人所得税减免延长，共同推动电动化转型。西班牙也正希望吸引相关投资，并致力于成为投资中心。

投资建议

欧盟议会投票通过碳排放考核修正案，原计划于 2025 年收紧碳排放考核目标，改为考核 2025-2027 年三年的平均值，时间线上有所延缓但总体趋势不变。且各车企此前为应对即将收紧的考核要求，陆续推出新一代纯电平台，新车型有望带动欧洲电车市场放量。投资建议：(1) 锂电池：推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达；受益标的中创新航、国轩高科；(2) 锂电材料：推荐湖南裕能；受益标的富临精工、万润新能；容百科技、当升科技、中伟股份、厦钨新能、华友钴业；星源材质、恩捷股份；天赐材料、新宙邦；天奈科技；(3) 锂电结构件：推荐铭利达、敏实集团；受益标的科达利、和胜股份；(4) 电源/电驱系统：推荐威迈斯、富特科技；受益标的欣锐科技、黄山谷捷；(5) 汽车安全件：受益标的中熔电气、浙江荣泰；(6) 充电桩及充电模块：推荐通合科技；受益标的盛弘股份、优优绿能。

风险提示：欧洲宏观经济增速不及预期、竞争加剧导致盈利能力下降风险。

【电力设备与新能源】充电桩“三年倍增”行动方案落地，有望开启新一轮投资周期——行业点评报告-20251016

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

国家发改委等六部门印发充电设施服务能力“三年倍增”行动方案

10 月 15 日，国家发改委等六部门印发《电动汽车充电设施服务能力“三年倍增”行动方案（2025—2027 年）》。行动方案指出到 2027 年底，在全国范围内建成 2800 万个充电设施，提供超 3 亿千瓦的公共充电容量，满足超过 8000 万辆电动汽车充电需求，实现充电服务能力的翻倍增长。

目标到 2027 年全国城市新增 160 万个直流充电桩

行动方案对城市、高速公路、农村充电网络分别制定了增长目标。(1) 补强城市快速充电网络。到 2027 年底，全国城市新增 160 万个直流充电桩，其中包括 10 万个大功率充电枪；(2) 加快高速公路服务区充电设施更新改造。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

到 2027 年底，在高速公路服务区（含停车区）新建改建 4 万个 60 千瓦以上“超快结合”充电枪，鼓励建设大功率充电设施。除高寒高海拔地区外，其他高速公路服务区均应具备充电能力；（3）补齐农村充电设施建设短板。到 2027 年底，在尚未建设公共充电站的乡镇行政区至少新增 1.4 万个直流充电枪，其他地区根据需求进一步扩大建设规模，实现农村地区公共充电设施全面覆盖；（4）推广居住区“统建统服”模式。到 2027 年底，打造 1000 个“统建统服”试点小区，实现私人充电桩接入量和安全管理水平大幅提升；（5）持续扩大车网互动试点范围。到 2027 年底，车网互动规模化应用试点范围有效扩大，新增双向充放电（V2G）设施超 5000 个，反向放电量超 2000 万千瓦时。

2025 年 1-8 月我国新增充电桩 453.0 万个，其中公桩新增 73.7 万个

截至 2025 年 8 月底，我国电动汽车充电基础设施（枪）总数达到 1734.8 万个，同比增长 53.5%。其中公共充电设施（枪）431.6 万个，同比增长 37.8%；私人充电设施 1303.2 万个，同比增长 59.6%。2025 年 1-8 月，我国充电基础设施增量为 453.0 万个，同比提升 88.5%。其中公共充电设施增量为 73.7 万个，同比增长 37.2%，私人充电设施增量为 379.3 万个，同比上升 103.3%。

投资建议

充电设施服务能力“三年倍增”行动方案落地，有望引领新一轮充电桩投资，产业链各环节均将受益。（1）充电桩：推荐特锐德、绿能慧充；受益标的盛弘股份、挚达科技；（2）充电模块：推荐通合科技；受益标的优优绿能、英可瑞；（3）充电枪及线缆：受益标的永贵电器、鑫宏业；（4）充电运营及充电聚合：推荐特锐德；受益标的朗新集团。

风险提示：行业竞争加剧、政策力度不及预期。

【银行】关注“资金属性”增强过程中的银行经营分化——行业点评报告-20251016

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

9 月 M1 增速或为阶段性高点，非银存款受理财回表及股市回流影响少增

9 月 M1 同比增 7.2%，增速较上月抬升 1.2pct，受低基数影响的存款“活化”态势仍延续，此外股市情绪及月末企业贷款冲量形成的趴账也有一定影响，我们预计 10 月低基数效应过去后，M1 增速大概率开始回落。9 月 M2 同比增 8.4%，增速较上月回落 0.4pct。从存款结构上来看，比较典型的变化是非银存款在经历 7、8 月连续增长后，在 9 月负增 1.06 万亿元出现回落，或主要是理财季节性回表以及股市观望资金回流所致。

社融：9 月存量增速下降至 8.7%，人民币贷款及债券融资均同比少增

9 月社融新增 3.53 万亿元，同比少增 2297 亿元，存量增速为 8.7%（环比-0.1pct）。（1）贷款：人民币贷款（社融口径）当月新增 1.61 万亿元，同比少增 3662 亿元。（2）直接融资：9 月新增政府债规模 1.19 万亿元，同比少增 3471 亿元，政府债发行节奏错位或继续使社融增速下行；（3）表外：9 月新增未贴现银承 3235 亿元，同比多增 1923 亿元；新增信托及委托贷款 344 亿元，同比少增 54 亿元。

人民币贷款：“反内卷”下压降低价票据，部分冲量需求置换为企业短贷

9 月人民币贷款（金融数据口径）新增 1.29 万亿元，同比少增 3000 亿元。余额增速 6.6%，环比上月下降 0.2pct。信贷总量仍受限于实体需求，增长有所放缓。结构上看，对公信贷仍有部分短贷冲量特征，但基于保护净息差、“反内卷”平滑规模以及账期缩短等需要，大规模买票填充贷款额度的行为明显收束。我们同时观察到 2025H1 部分银行福费廷规模的快速增长，或也是对票据融资的替代。居民短贷 9 月新增 1421 亿元，在财政贴息政策落地后有所恢复。居民中长贷 9 月新增 2500 亿元，同比实现正增，反映购房加杠杆需求略有好转，持续性需继续观察。从贷款定价角度，9 月份企业新发放贷款（本外币）与个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约为 3.1%，较上月基本持平，成本加点法下若不考虑 LPR 进一步下调，贷款定价的下行空间比较有限。

关注“资金属性”增强过程中的银行经营分化

9月金融数据反映信贷重视“量价平衡”，以及存款继续向“财富化”趋势发展。我们从部分上市银行分部业务状况表得到，2025H1除工行外其他国有行资金业务贡献度均提高，且零售条线的营收占比与上年同期相比普遍下降。在传统存贷业务贡献度降低的阶段，我们预计银行的“资金属性”将继续增强，即负债端加重对同业及央行资金的依赖，资产端靠买债扩表。这一过程中相对市场化，业务结构调整更快，以及牌照更齐全的银行将占据优势。

投资建议：红利重回价值区间，布局存款财富化时代的客群优势银行

银行板块经历风格影响的调整后，股息率已经重新具备红利价值吸引力。从性价比看，H股仍领先于A股。(1) 资金属性——低配的权重股，受益标的招商银行、兴业银行等；(2) 稳定红利及扩散逻辑，受益标的农业银行、中信银行、北京银行等；(3) 兼具强盈利确定性及客群优势，受益标的江苏银行、杭州银行等。

风险提示：宏观经济增速不及预期；银行转型不及预期；零售风险扩散等。

【计算机：海光信息(688041.SH)】收入增长提速，持续加强市场投入与生态建设——公司信息更新报告-20251016

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

高度看好公司长期发展，维持“买入”评级

我们维持2025-2027年归母净利润预测为30.18、42.13、58.06亿元，EPS为1.30、1.81、2.50元/股，当前股价对应PE分别为185.6、133.0、96.5倍，我们高度看好公司在国产算力领域的领军地位，维持“买入”评级。

收入增长提速，持续加强市场投入与生态建设

(1) 2025年前三季度公司实现营业收入94.90亿元，同比增长54.65%；实现归母净利润19.61亿元，同比增长28.56%；实现扣非归母净利润18.17亿元，同比增长23.18%。Q3单季度实现营业收入40.26亿元，同比增长69.60%，较前两个季度增长加速；实现归母净利润7.60亿元，同比增长13.04%；实现扣非归母净利润7.27亿元，同比增长10.56%。此外，Q3单季度持续经营净利润为11.99亿元，同比增长36.06%，少数股东损益为4.39亿元，同比大幅增长110.23%。(2) Q3单季度销售毛利率为60.03%，同比下降9.1个百分点，环比提升0.7个百分点，同比下降我们判断主要由于收入中DCU占比同比提升所致。Q3单季度销售费用率为3.18%，同比提升1.11个百分点，主要由于公司重点加强了市场投入，快速扩充了市场及营销团队，同时积极推进生态建设。管理费用率和研发费用率分别为1.05%和27.02%，同比下降0.4个和1.74个百分点。(3) Q3末公司预付款项为26.18亿元，较Q2末增加5.55亿元，较2024年末增加13.78亿元。Q3末存货为65.02亿元，较Q2末增加4.89亿元。

拟吸收合并中科曙光，加强产业链垂直整合与市场协同

公司拟通过换股吸收合并的方式对中科曙光进行战略整合，旨在实现公司在芯片领域、中科曙光在整机和数据中心基础设施领域的优势技术积累、团队和资金能力、供应链和市场资源等资源上的互补和深度融合，以产业链垂直整合、技术协同，构建从芯片设计到算力服务的全栈能力，加速算力产业生态环境构建，提升与国际龙头企业的同台竞争能力。

风险提示：客户集中度较高风险、市场竞争风险、重组事项不确定风险。

【电子：珠海冠宇(688772.SH)】消费电池龙头，打造AI终端高能量“心脏”——公司深度报告-20251016

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 仇方君（分析师）证书编号：S0790525050004

核心业务：消费锂电国内领先、动力领域加速突破

公司是全球领先的锂离子电池研发制造企业。消费类业务收入占比近 80%，其中笔电类（54.97%）、手机类（28.16%）为主要收入来源，其他消费类电池（智能穿戴、无人机等）2025 年上半年销量同比增长 79.81%。2024 年公司笔电类锂电池市占率全球第一，手机类电池市占率全球第五。动力类业务方面，公司聚焦高附加值细分赛道，重点布局汽车低压锂电池与无人机高倍率电池。往后看，公司重点布局固态电池、叠片工艺、钢壳电池等前沿技术领域，有望在赛道实现长期领先。我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营收 140.52/177.75/213.40 亿元，实现归母净利润 6.10/14.99/20.06 亿元，对应当前股价 PE 分别为 42.8/17.4/13.0 倍，电池作为能量核心有望持续贯穿 AI 终端的创新发展，维持“买入”评级。

电池新纪元：电芯是 AI 终端的心脏，四大趋势带动电池性能提升

电芯是 AI 终端的心脏，四大趋势带动电池性能提升。人工智能加速普及，端侧 AI 成为重要场景。在智能手机与 PC 领域，终端厂商正积极将“AI Agent/AI 载体/AI 应用”纳入产品规划，寄望于本轮 AI 浪潮开启新一轮需求释放与换机周期。AI 终端渗透加速使电池能量密度提升以及续航升级成为刚性需求。钢壳、掺硅、叠片、固态四大技术趋势带动电芯价值量提升。

公司积极投入四大技术趋势打造高能量 AI 终端“心脏”

钢壳：2025H1 珠海冠宇已完成消费类钢壳电池的设计研发，并实现量产出货，并同步扩充产线满足市场需求。掺硅：2025H1，公司成功量产 25%高硅负极电池，电池体积能量密度高达 900Wh/L，实现行业领先。叠片：公司布局的全自动异形叠片技术已量产；固态：公司推出的 15000mAh 电池已首次应用于手机概念机。针对四大前沿技术趋势前瞻性布局，公司有望成为 AI 终端电池核心玩家。

风险提示：下游需求不及预期、行业竞争风险、动力业务尚未盈利的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn