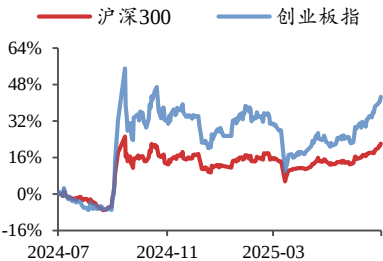


2025 年 07 月 25 日

开源晨会 0725

——晨会纪要

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(%)
美容护理	3.100
有色金属	2.776
钢铁	2.676
商贸零售	2.609
非银金融	2.059

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.418
通信	-0.150
公用事业	-0.086
石油石化	0.013
家用电器	0.064

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

【策略】“反内卷”的行情阶段，及后续展望——投资策略专题-20250724

行业公司

【化工】涤纶长丝：“反内卷”先锋，行业扩产已到尾声，底部利润有望向上抬升——化工“反内卷”系列报告（五）-20250724

【化工】产能投放高峰已过，供需格局好转叠加行业自律助力有机硅盈利修复——化工“反内卷”系列报告（四）-20250724

【通信】谷歌云增速超预期，谷歌上调资本开支，海外 AI 链或迎估值提升——行业点评报告-20250724

【食品饮料】食品饮料仓位新低，建议布局白酒与新消费潜力股——行业点评报告-20250724

【医药：固生堂(02273.HK)】中医连锁服务龙头企业，国际化布局持续推进——港股公司首次覆盖报告-20250724

【家电：兆驰股份(002429.SZ)】Mini LED 高附加值产品放量+越南基地自动化更新扩产增效，公司业绩向上的拐点逐步清晰——公司首次覆盖报告-20250724

【有色钢铁：中孚实业(600595.SH)】成本优化+电解铝权益产能提升，公司盈利弹性可期——公司首次覆盖报告-20250724

【家电：TCL 电子(01070.HK)】2025H1 业绩延续高增，国内外彩电结构升级持续——港股公司信息更新报告-20250724

【海外：泉峰控股(02285.HK)】2025H1 彰显韧性提振预期，产能外迁利于业绩释放——港股公司信息更新报告-20250724

研报摘要

总量研究

【策略】“反内卷”的行情阶段，及后续展望——投资策略专题-20250724

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

深度解析“反内卷”行情的持续性

反内卷行情持续发酵存在三大原因：①反内卷政策层级高、频次高，深受市场关注；背后反映的是高层定调，随后经历了三轮的演变及层层加码。②反内卷行业筹码干净，存在较强回补动力；从基金二季报角度来看，典型的反内卷行业，基金配置比例仍然低于自由流通市值比例，筹码出清干净。③当前市场风险偏好高位，对利好敏感；当前，政策稳定预期、市场资金承载力增强、投资者活跃度提升，以及主题主线的持续明确，正逐步成为驱动A股走强的核心动因。以上三点也构成了反内卷的三大优势，也解释了近期反内卷行情能持续发酵的原因。

然而，市场对反内卷仍然存疑：是否存在强有力的财政支持？狭义的“反内卷”行情更多可以理解为一种收缩型政策，无论对总量还是结构，带来的效果更容易是“触底”，而非“反转”。在高质量发展的时代背景下，较难出现一次性的花大价钱办大事，反内卷更倾向于缓慢、稳健的改变过程。

但是当前反内卷政策发生了一点变化：反内卷的内涵出现了进一步延展。主要体现在两点：①7月18日国新办发布会上，国家发改委提出“实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”，具体工作方案将在近期陆续发布。②雅江水电开发工程的同步出现，让投资者意识到，在反内卷整个政策系统当中，可能会有一些需求性的配套政策。

“反内卷”行情后续展望

雅江水电工程的出现，能否让“反内卷”行情成为可比“实体供给侧改革+棚改货币化”下的2016-2017年“盈利牵牛”的供给侧改革行情呢？我们认为从现有的信息来分析，尚不足以支撑持续强势的行情。

展望反内卷后续行情：①如果后续需求侧政策缺乏持续性及力度，本轮反内卷行情或更多被定义为一轮反弹行情。②如果后续需求侧政策持续发力，形成了可持续、有力度的需求传导至经济，有效对冲收缩性政策，则市场可类比2016-17年，资源品叠加部分内卷严重的科技行业，有望迎来一轮反转行情。

各行业“反内卷”行动全景

- （1）光伏：目前光伏行业中反内卷行动集中在硅料，主要手段或以限制价格和收储为主。
- （2）钢铁的反内卷行动主要以限制产能为主手段。
- （3）建筑材料的反内卷行动以行业自律为主，行业内企业较为团结。
- （4）汽车行业的反内卷行动以规范经营为主，例如统一账期等。
- （5）煤炭行业或通过行政干预、严格规范产能防止恶性竞争。
- （6）生猪养殖以行政控产及出栏体重管理推进反内卷行动。

风险提示：反内卷政策不及预期；后续财政刺激力度不足的风险、行业政策变化风险。

行业公司

【化工】涤纶长丝：“反内卷”先锋，行业扩产已到尾声，底部利润有望向上抬升——化工“反内卷”系列

报告（五）-20250724

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

涤纶长丝扩产周期已到尾声，新增产能集中于头部，龙头集中度再提升

涤纶长丝行业已告别高速扩产期，2014-2023 年行业产能从 2103 万吨增至 4128 万吨，年均复合增长率达 7.78%；而 2024 年新增产能仅 97 万吨，同比增速骤降至 2.35%，2025 年 155 万吨新增产能规划也仅由桐昆股份、新凤鸣两大龙头释放，且投产节奏有序。近两年行业集中度也因此进一步提升，CR6 从 2023 年的 85%左右升至 2024 年的 87%，龙头企业对行业的主导能力进一步增强。展望 2026 年，行业潜在新增产能依旧主要集中在桐昆股份和新凤鸣两大龙头。我们长期坚定看好，涤纶长丝行业格局优化，盈利能力有望持续修复。

涤纶长丝下游纺服需求稳健，直接出口增长明显，带动长丝需求稳中向上

全球纺织服装需求稳健，对涤纶长丝需求起到良好支撑作用。国内方面，2025 年 1-6 月，服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 3.10%，带动涤纶长丝表观消费量同比增长 5.37%，内需市场呈现稳健增长态势。长丝直接出口端表现亮眼，2025 年 1-6 月涤纶长丝出口量达 176.52 万吨，累计同比增长 14.18%，涤纶长丝直接出口增速表现强劲。终端服装出口方面，截至 2025 年 6 月，服装及衣着附件出口累计金额降幅收窄至 0.2%，海外服装订单修复趋势明显。此外，美国服装面料批发商库存持续去化，历经 2024 年一年的去库周期，库存已基本回归正常水平；自 2024 年 4 月以来，美国服装及服饰配饰店月度销售额均保持正增长，美国作为全球重要的服装消费市场，其服装消费增速良好亦将带动涤纶长丝需求稳健增长。

行业自律进行中，或助力涤纶长丝盈利继续修复

作为化工行业“反内卷”先锋，涤纶长丝率先在 2024 年 5 月通过推行“一口价”等方式进行行业自律，涤纶长丝价格及盈利能力得以明显改善，2024 年 7 月 7 日 POY、FDY、DTY 价差分别较 2024 年 5 月 20 日的低点增长了 571、421、371 元/吨；但受 7 月原油大幅下跌、下游开机率低迷等因素影响，企业经营心态恐慌，竞相降价出货，此次行业自律以失败收场。进入 2025 年，本次行业自律行为取消了“一口价”模式，更加贴合实际和灵活调整。在 4-5 月受特朗普关税政策影响，下游需求和上游原料大幅波动的背景下，行业依旧保持了较强的盈利韧性。我们中短期看好行业联合减产背景下，长丝行业单吨利润将向上修复，行业盈利能力有望显著增强；长期坚定看好长丝行业新增产能投放速度放缓，且主要集中在头部桐昆股份、新凤鸣两家企业，行业格局持续优化，长丝单吨盈利能力有望逐步抬升。

受益标的

新凤鸣、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、东方盛虹。

风险提示：原油价格大幅波动、下游需求不及预期、贸易保护政策调整、行业协同效果不及预期、其他风险详见倒数第二页标注。

【化工】产能投放高峰已过，供需格局好转叠加行业自律助力有机硅盈利修复——化工“反内卷”系列报告（四）-20250724

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

供给端：行业投产高峰已过，短期内供给端出现一定扰动

据百川盈孚数据，2022-2024 年有机硅行业在建项目集中落地，每年新增产能分别达到 77.5、7、72 万吨，产能增速分别达到 41%、3%、26%。未来国内有机硅行业新增产能十分有限，供给格局有望逐步改善。据百川盈孚数据，目前国内有机硅行业在建/规划新增产能仅有新疆起亚的 80 万吨/年，预计 2026 年年底投产（但考虑到当前

有机硅行业盈利承压，其投产进程仍有较大不确定性)。因此往后看，有机硅行业供给端竞争压力有望得到缓解。有机硅行业供给端出现扰动，短期内或推动有机硅盈利修复。据公众号有机硅消息，7月20日中午时分，山东淄博某化工企业突发火灾事故，事故发生后，消防部门迅速响应，第一时间调派了十多辆消防车赶赴现场展开救援。该化工企业主要从事有机硅材料的研发、生产和销售，当前拥有有机硅DMC产能约30万吨/年（约占行业总产能的9%），2024年有机硅DMC产量约32万吨（约占2024年行业总产量的14.4%）。当前有机硅行业盈利已至周期底部，多数企业处于亏损状态，生产企业具备较强的提价诉求。此次生产企业事故或将对有机硅行业供给端形成一定扰动，进而推动有机硅行业盈利短期内迎来修复。

需求端：内需与出口稳步增长，新能源领域贡献主要增量

内需方面，国内有机硅需求稳步增长，下游应用以建筑、电子电器、加工制造业、纺织业等为主。据百川盈孚数据，2017年至2024年间，国内有机硅DMC表观消费量由89.32万吨逐步提升至181.64万吨，CAGR达到10.7%，其中2022年、2023年与2024年受新能源行业高速增长拉动，国内有机硅DMC表观消费量分别同比增长14.7%、11.1%、20.9%。另外，从下游消费结构来看，2024年国内有机硅DMC下游消费中，建筑、电子电器、加工制造业、纺织业分别占比25.2%、23.0%、14.6%、11.5%。展望未来，一揽子政策积极提振房地产市场，地产领域需求有望企稳，同时新能源领域需求快速释放，有望贡献重要增量（光伏装机1GW用胶量约1200-1500吨，新能源汽车用胶量是普通乘用车接近7倍，单车用量多达20kg以上）。出口方面，国内有机硅出口持续增长，2024年出口量同比增长34.2%。据百川盈孚数据，2010年至2024年，国内有机硅DMC出口量由5.11万吨提升至54.57万吨（其中2024年出口量同比增长34.2%），进口量由19.61万吨下降至10.88万吨。当前海外有机硅企业面临成本、环保压力，整体产能有所收缩，国内有机硅产业具备成本优势，未来出口量有望稳步增长。

推荐及受益标的

推荐标的：合盛硅业、兴发集团；

受益标的：三友化工、新安股份、东岳硅材、恒星科技、鲁西化工等。

风险提示：原料价格大幅波动；下游需求不及预期；行业扩产进程超出预期等。

【通信】谷歌云增速超预期，谷歌上调资本开支，海外AI链或迎估值提升——行业点评报告-20250724

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

谷歌云营收超预期，上调2025年资本开支

2025年7月14日，谷歌母公司Alphabet公布第二季度财报，谷歌云第二季度营收为136亿美元，同比增长32%，高于市场预期的131亿美元，我们认为AI对于谷歌云的助力持续显现。Alphabet表示，2025年全年资本支出将提高13%，将由750亿美元提升至850亿美元，公司提出预计2026年还将进一步增加资本支出。我们认为随着海外AI逐步步入正循环，AI算力或持续受益，海外AI算力链或迎来估值提升阶段。

全球AI发展如火如荼，海外AI算力产业链业绩亮眼

据新易盛公告，2025H1公司预计实现净利润37亿元~42亿元，同比增长327.68%-385.47%，主要受益于人工智能相关算力投资持续增长，产品结构优化，高速率产品需求持续增加，公司销售收入和净利润预计同比大幅提升。据中际旭创公告，2025H1公司预计实现归母净利润36亿元~44亿元，同比增长52.64%~86.57%，预计实现扣非归母净利润35.9亿元~43.9亿元，同比增长53.89%~88.18%，主要受益于终端客户对算力基础设施的持续建设、资本开支强劲增长，带来800G等高端光模块销售的大幅增加，产品结构持续优化。据台积电公告，2025Q2公司实现营收9338亿元台币，同比增长38.6%，实现净利润3983亿元台币，同比增长61%，受益于AI应用领域对半导体需求的激增，公司净利润已连续第五个季度实现两位数增长。

看好海外AI算力产业链或步入估值提升阶段

我们认为 AI 巨头或进入 AI 算力和 AI 应用大规模投入期，海外巨头资本开支加速释放，AIAgent 逐步完善，需高度重视 AIDC 算力产业链核心投资方向，重视各大细分板块投资机会：

【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：东山精密、长芯博创等；

【光芯片】受益标的：源杰科技、长光华芯、华工科技、光迅科技等；

【液冷】推荐标的：英维克；

【AIDC】推荐标的：新意网集团；受益标的：万国数据等；

【CPO】推荐标的：天孚通信，受益标的：仕佳光子、太辰光、致尚科技等；

【DCI】受益标的：德科立等；

【铜连接&电源】受益标的：沃尔核材、麦格米特等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

【食品饮料】食品饮料仓位新低，建议布局白酒与新消费潜力股——行业点评报告-20250724

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

2025Q2 食品饮料仓位降至新低

从基金重仓持股情况来看(Wind 中全部市场基金，一级子行业)，2025Q2 食品饮料配置比例由 2025Q1 的 9.8% 回落至 8.0%水平，环比回落 1.8pct，处于 2020 年以来新低位置。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q2 食品饮料配置比例为 5.6%，和 2025Q1 的 8.1%相比，下降 2.5pct，说明二季度主动权益基金大幅减少食品饮料配置。二季度由于禁酒令的影响，餐饮等消费场景进一步收缩，以白酒为代表的传统板块基本面情绪仍偏悲观，资金持续流出。7 月份市场风格切换，板块基本面探底叠加资金避险需求，我们预计会有部分资金回流，但季度来看食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

主动权益基金重仓白酒比例环比回落，基金普遍减配白酒

我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2025Q1 的 6.57%回落至 2025Q2 的 3.97%水平，环比回落 2.6pct，基金减持了大部分白酒公司。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2025Q1 的 8.5%回落到 2025Q2 的 6.8%。这反映出主动权益与被动基金均在在减仓白酒。从基金配置的情况分析，泸州老窖、五粮液、山西汾酒、古井贡酒等多数酒企基金持仓市值环比一季度下降较多。整体来看二季度白酒普遍被基金减仓。

基金持有数量回落，基金持股总体减仓

(1) 从主动权益基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2025Q2 相比 2025Q1 整体的持仓减少，基金二季度普遍减配白酒公司。(2) 从基金持股市值来看：食品饮料 2025Q2 持有基金持仓市值增加较多的集中在大众品公司，以业绩具备较高成长性新消费标的为主。多数公司基金持仓股份数量与基金持股市值的变化趋势相同，表明基金持股较为集中，且加减仓的偏好也基本一致。

投资建议：战略布局白酒板块，坚守优质新消费标的

本轮白酒行情下探，触发因素在于预期之外的禁酒令进一步压缩白酒消费场景，需求持续下移。当前行业仍在寻底，考虑到禁酒令同时打击餐饮，影响范围较广，我们判断纠偏动作应不会太久，下半年白酒应能看到阶段性底部位置。从报表角度，考虑到二季度白酒需求受影响较大，中报后市场大概率普遍下修盈利预测。当前白酒已经可以关注并考虑逐渐布局。一方面当前白酒预期较低，连续回调后估值已在低位。另一方面基金持仓白酒比例连续回落，筹码结构也相对较好。并且头部酒企维持较高分红率水平，股息收益率也较为可观。综合判断下半

年白酒板块应有布局机会，建议加大关注，以头部企业贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒为主。新消费标的短期由于中报预期变化而出现波动。我们建议在新消费标中寻找符合产业发展趋势的优质公司并长期持有。一是抓住渠道红利，寻找能够把握零食量贩、山姆、抖音电商等新渠道扩张机会，跟随一同成长的公司；二是抓住品类红利，寻找具有发展潜力的新品类公司；三是抓住新市场尤其是食品出海机会。建议关注西麦食品、百润股份、盐津铺子、万辰集团等，受益品种包括卫龙美味。

风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险。

【医药：固生堂(02273.HK)】中医连锁服务龙头企业，国际化布局持续推进——港股公司首次覆盖报告-20250724

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

政策红利叠加需求扩容，中医诊疗市场加速崛起

行业层面，政策端密集释放利好，《中医药振兴发展重大工程实施方案》等多项政策推动中医服务体系升级，叠加老龄化加剧、慢性病高发及人均可支配收入增长，驱动中医诊疗需求持续释放。弗若斯特沙利文预计 2030 年中医医疗服务市场规模将达 2.12 万亿元，2022—2032 年 CAGR 达 10.3%。供给端优质中医师资源稀缺，民营市场高度分散，龙头企业整合空间广阔。公司依托 OMO 模式深度绑定 8 位国医大师及 1,613 名专业医师，2024 年新客户同比增长 10.58%，会员消费力达非会员 2 倍左右，2024 年公司年门诊量达 541.1 万人次，同比增长 25.93%，显著受益行业集中度提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 4.11/5.02/6.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.7/15.3/12.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

OMO+国际化双轮驱动，数字化生态构建核心壁垒

截至 2024 年末，公司通过“自建+并购”实现全国 79 家门店布局，覆盖国内 20 座城市，收购新加坡宝中堂的 100%股权，并计划 2025 年进军中国香港。OMO 模式整合云 HIS 系统与白露、万家线上平台，实现医师调度智能化，2020—2024 年新客户 CAGR 达 25.21%。AI 诊疗系统、名医 AI 分身赋能基层，辅助医师问诊效率提升，提高患者服务覆盖率。供应链端建立 479 家供应商网络，院内制剂备案突破 12 项，为公司构筑差异化竞争力奠定基础。

“名医+名方”战略深化，多维增长极打开估值空间

公司构建三级医师梯队，2024 年医师数量较 2022 年增长 62.11%，公司联合近 28 家三甲医院及中医药院校形成战略合作或医联体合作，促进“基层首诊、双向转诊”的分级诊疗模式落地，覆盖地区涵盖 12 座省市。会员体系驱动高粘性消费，会员回头率维持 85%以上，线下医疗机构与在线平台贡献 95%新客流量。

风险提示：政策变动导致扩张不及预期风险、医师资源短缺及留任风险、供应链稳定性风险。

【家电：兆驰股份(002429.SZ)】Mini LED 高附加值产品放量+越南基地自动化更新扩产增效，公司业绩向上的拐点逐步清晰——公司首次覆盖报告-20250724

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 马宇轩（联系人）证书编号：S0790125050029

高附加值产品放量+越南生产基地增效拐点，首次覆盖，给予“买入”评级

兆驰股份是电视 ODM 与 LED 产业龙头，已深度布局 LED 全产业链，并横向向光通信拓展。公司 LED 业务产品结构有望持续优化，下游 MiniLED 高景气带动公司高附加值芯片、封装模组及直显产品放量。应对关税冲击，公司推进越南电视 ODM 产能爬坡承接北美及其他海外客户订单，随着自动化提效，2026 年有望迎来利润改善的拐点。公司积极拓展光通信领域，为中长期成长打开空间。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 14.5/18.4/21.7 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.41/0.48 元，当前股价对应 PE 为 14.5/11.4/9.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

LED 业务：MiniLED 景气度向上，全产业链高附加值产品放量在即

公司 LED 业务涵盖芯片、封装&模组及直显环节，且均处于行业领先地位。公司有望以全产业链布局获取 COB 和 MiniLED 渗透率快速提升带来的利润弹性。（1）LED 芯片业务：高毛利的 MiniLED 芯片出货占比有望提升；（2）LED 封装&模组业务：MiniLED 背光模组站上风口，集团上下游资源复用促进利润增长；（3）LED 直显业务：深耕 COBMiniLED 直显，拓展商用显示应用市场

电视 ODM：推进越南产能爬坡+自动化产线提效，业绩或将先降后增

（1）客户端：核心客户为沃尔玛系的 ONN 和 Vizio，并推进拓展其他新客户；在全球电视 ODM 占比上升，份额向大陆厂商集中的趋势中有望获更多订单。（2）生产端：越南基地产能预计将从 500 万台/年扩至 800 万台以上，足够覆盖北美等多个海外市场。随着越南基地自动化更新，生产效率由低到高，预计电视 ODM 盈利能力将先降后增，利润有望在 2026 年迎拐点。

光通信：构建光通信全产业链平台，剑指千亿市场再出发

（1）通过外购加自研切入光通信产业链。2024 年收购兆驰瑞谷，投资 10 亿布局相关项目，不到一年，光模块向头部厂商供货，BOSA 器件出货量预计达 1 亿颗，光通芯片项目通线。（2）2024 年中国光通信市场空间有望达 1473 亿，兆驰有望复制 LED 成功经验，以成本优势与垂直一体化协同成为光通信龙头。

风险提示：市场竞争加剧风险、关税政策风险、汇率大幅波动风险、MiniLED 渗透率提升不及预期风险

【有色钢铁：中孚实业(600595.SH)】成本优化+电解铝权益产能提升，公司盈利弹性可期——公司首次覆盖报告-20250724

孙二春（分析师）证书编号：S0790525060001 | 温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009

成本优化+电解铝权益产能提升，公司盈利弹性可期

2021 年公司顺利完成重整，经营情况大幅改善，2022~2025 年公司陆续收购林丰铝电、中孚铝业少数股东权益，至今已实现电解铝产能 100%控股，2025 年权益产能提高 12 万吨左右，此外，2025 年四川省电力结算方案调整，电价有望实现同比下降，叠加原材料氧化铝价格的大幅走弱，公司电解铝利润走扩；铝加工方面，公司布局 69 万吨铝加工产能，约 80%为罐料业务，2025 年 2 月罐料行业目标加工费上调 1000~1500 元/吨，铝加工板块有望改善。多重催化助力公司业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年实现归母公司净利润 19.81、24.64、27.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.49、0.61、0.69 元/股。当前股价对应 PE 分别为 9.6、7.7、6.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

电解铝权益产能提升，四川电价结算方式调整有望降低用电成本

公司不断收购电解铝少数股东权益，权益产能提升至 75 万吨/年。公司于 2022、2023、2025 年陆续收购林丰铝电和中孚铝业剩余股权，逐步实现对电解铝子公司的 100%控股，同比 2024 年来看，公司电解铝年权益产能将提升约 12 万吨至 75 万吨。此外，2024 年 12 月 31 日，国家能源局四川监管办公室等三部门联合印发《四川电力中长期交易规则（2024 年修订版）》，规则调整为用电侧电力用户不再打捆配置非水电量，未来火电添加比例可能有所下降，公司预计 2025 年全年平均结算电价 0.45~0.48 元/度，同比下滑。

推出 2025 年员工持股计划&三年分红计划，彰显发展信心

2025 年 2 月，公司推出员工持股计划，拟筹集资金总额为不超过 12.5 亿元；2025 年 4 月，公司发布《未来三年股东回报具体规划》，计划 2025 年-2027 年度每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 60%，截至 2025 年 3 月 31 日，母公司未分配利润为-5.89 亿元，亏损不断收窄，公司股息率可观。

风险提示：煤炭价格大幅波动、铝价大幅波动、氧化铝价格大幅上涨、四川电价结算方案调整、四川枯水期

限产、罐体罐料加工费下调等。

【家电：TCL 电子(01070.HK)】2025H1 业绩延续高增，国内外彩电结构升级持续——港股公司信息更新报告-20250724

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025H1 业绩延续高增，国内外彩电结构升级持续，维持“买入”评级

公司发布 2025H1 业绩预告，预计 2025H1 经调整归母净利润 9.5~10.8 亿港元，同比增长 45%~65%。2025H1 中国/国际彩电出货量同比分别+3.5%/+8.7%，全球彩电出货量稳居前二。考虑到中高端产品延续此前高增长态势带动利润率提升，我们略微上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 22.99/26.59/29.90 亿港元（原值为 22.56/26.16/29.82 亿港元），对应 EPS 分别为 0.9/1.1/1.2 港元，当前股价对应 PE 分别为 11.3/9.7/8.7 倍，伴随国内外产品和渠道升级及拓展，继续看好公司长期利润率提升以及欧洲/新兴市场增长，维持“买入”评级。

2025H1 国内外出货延续增长态势，结构升级持续/欧洲及新兴市场增长持续

彩电中国市场：2025H1/2025Q1 出货量同比分别+3.5%/+11%，预计 2025Q2 出货量同比低单位数下滑但预计均价延续提升趋势。分品牌，2025H1TCL 品牌出货量同比+10%，雷鸟品牌高基数下预计增幅较 24 年收窄。分结构，2025H165 寸+/75 寸+/MiniLED 电视出货量同比分别+11%/+13%/+154%，出货占比分别提升 4/3/13pct 至 55%/36%/21%，国补政策刺激下中高端化趋势明显。

彩电国际市场：2025H1/2025Q1 出货量同比分别+8.7%/+12%，预计 2025Q2 出货量同比中单位数增长。分区域，2025H1 北美/欧洲/新兴市场出货量同比分别-7.3%/+13.3%/+17.9%（2025Q1 同比分别-3.8%/+15.8%/+18.8%），2025Q2 欧洲在同期高基数下仍延续 Q1 增长趋势或主要系德国 MediaMarket 等渠道新拓展；北美单季度降幅扩大但结构升级持续，2025H1 北美 65 寸+/75 寸+/MiniLED 电视出货量同比分别+61%/+44%/+350%，出货占比分别提升 13/5/6pct 至 31%/13%/8%。

面板成本呈回落趋势，渠道结构升级+空白渠道拓展逻辑不变

展望后续：（1）内销彩电结构升级有望持续，大尺寸以及 MiniLED 电视占比提升有望带动国内盈利提升。奥维云网数据显示，2025Q2TCL 品牌 70~79 寸/80~89 寸/MiniLED 电视销额占比分别达到 35%/33%/72%，同比分别+2/+4/+27pct。（2）外销彩电方面，美国市场渠道结构持续调整，高毛利率的 Bestbuy 和 Costco 渠道占比有望进一步提升带动盈利改善；欧洲逐步切入德国主流渠道，继续看好海外彩电收入稳健增长以及盈利提升。（3）当前面板价格呈回落趋势，洛图科技数据显示 7 月面板价格跌幅与 6 月一致，面板成本回落有助于品牌方毛利修复。

风险提示：欧洲市场拓展不及预期；行业竞争加剧；面板价格快速上涨等。

【海外：泉峰控股(02285.HK)】2025H1 彰显韧性提振预期，产能外迁利于业绩释放——港股公司信息更新报告-20250724

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025H1 彰显韧性提振市场预期，产能外迁有利于 2027 年往后业绩释放

考虑对等关税背景下公司经营韧性强于预期，我们将 2025-2027 年净利润预测由 0.99/1.18/2.00 亿美元上调至 1.51/1.98/2.48 亿美元，同比增速 34.6/30.4/25.8%，当前市值分别对应 2025-2027 年 8.2/6.3/5.0 倍 PE。2025H1 极端关税背景下公司经营韧性强、提振市场对 2025 全年业绩预期；2025H2 往后美联储降息有望刺激地产供需同步释放、叠加置换周期来临行业景气度或见底回升，而核心品牌 EGO 产品力及口碑已得到验证，渠道侧劳氏合作稳固、线上及经销商渠道拓展、新 SKU 加速推出有望支撑 2026 年业绩增长，越南产能逐步落地有利于 2027 年往后业绩释放，当前估值仍处高性价比配置区间，维持“买入”评级。

2025H1 盈喜指引净利润区间超预期，剥离泉峰汽车利好盈利释放

7月22日公司发布盈喜公告，指引2025H1净利润区间0.9-1.0亿美金，同比增长约50%超我们预期，受益于（1）收入规模增长、尤其是OBM业务；（2）高毛利品牌EGO占比提升；（3）汇率有利因素的影响；（4）剥离泉峰汽车减少联营公司亏损（2022-2024年分别产生0.05/0.18/0.17亿美金应占联营公司亏损）、贡献一次性收益。剔除剥离泉峰汽车产生的0.79亿人民币收益后，公司指引净利润区间0.7-0.8亿美金，若忽略泉峰汽车亏损影响、调整2024H1净利润，该口径估算调整后净利润同比增长约为中高个位数水平。

泉峰越南三厂交地，产能快速外迁提升业绩确定性

5月中美经贸高层会谈后，美国90天内暂停对华加征24%对等关税，公司迎来出货窗口期；7月2日特朗普宣布与越南达成贸易协议，美国将对进口越南商品征收20%关税、转口商品征收40%关税，而越南将对美国“完全开放市场”，自越向美出口商品关税税率暂时明晰。7月22日，泉峰越南三厂区交地仪式在越南胡志明BDIP工业园成功举行，公司计划2025年底面向北美市场的40%产品能够从越南出货、2026年自建产能基本覆盖对美收入，我们认为伴随配套供应链落地利于原产地认证获取、海外生产爬坡趋稳后成本有望更接近中国本土、关税成本向渠道及终端转嫁，有望保障2027年往后公司业绩释放。

风险提示：公司新品研发不及预期；美国经济衰退超预期；美国关税政策风险。

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。

根据新凤鸣 2025 年一季报，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集团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