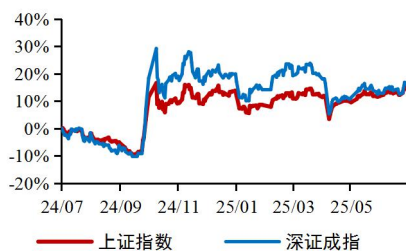


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 6 月 30 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,424.23	-0.70
深证成指	10,378.55	0.34
沪深 300	3,921.76	-0.61
中小板指	6,472.18	0.22
创业板指	2,124.34	0.47
科创 50	988.21	-0.18

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【山证宏观】2025 年一季度国内经济回顾及中期展望：稳固基础，波动改善

【行业评论】太阳能：202506 光伏行业月度报告-5 月光伏新增装机同比增长 388%，组件、逆变器出口额环比增长

【公司评论】三花智控(002050.SZ)：三花智控：业绩预告靓丽，港股 IPO 顺利发行

【今日要点】

【山证宏观】2025 年一季度国内经济回顾及中期展望：稳固基础，波动改善

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点：

- **展望 2025 年，外部环境面临较大不确定性，我国全力巩固经济基本面，着力实现“四稳”目标，实际 GDP 增速有望维持在 5% 左右，经济或延续波动改善。**5 月中美关税问题边际缓和，短期我国出口或仍保持韧性，不过未来仍存不确定性。国内政策更加积极，讲求针对性、有效性。在大力提振消费、促进房地产市场回稳的基础上，以市场化方式深化供给侧结构性改革，促进价格合理回升。节奏上，“两新”“两重”等政策加码，以及“抢出口”效应下，一季度经济增速已稳中有升，部分经济前瞻指标有所改善；二季度专项债和特别国债加快发行使用，降准降息落地，政策协调配合加强，外需压力可控，但内生动能不稳定，经济增速或微幅回落；三季度外部环境仍不确定，叠加财政、促消费政策效应进入到相对平稳的阶段，届时经济增速可能放缓较为明显；四季度政策大概率加力对冲，尤其是财政政策加码可能性更大，对消费和投资的推动效果更为直接。需求结构上，消费、基建首先受益于政策驱动，制造业投资有韧性，地产投资拖累继续减弱，出口在下半年仍存在较大不确定性。同时，政策进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需，总体价格水平有望继续筑底企稳。
- **第一，我国经济延续改善但价格偏弱，前瞻指标分化，经济恢复的稳定性和持续性有待夯实。**今年 4 月以来专项债、特别国债发行提速，财政支出有所加快；一季度社融同比、M1 同比也较去年 12 月回升；物价低位波动，实际利率水平反而有所回升；居民就业、收入、消费者信心预期指数等改善依然缓慢。
- **第二，出口短期韧性，中期仍存不确定性。**今年以来美国关税政策复杂多变，未来发展趋势仍具有不确定性。5 月中美关税问题边际缓和，叠加我国通过积极的宏观政策对冲影响、进一步开拓国际市场、持续推动转型升级和高质量发展等应对外部挑战，短期我国出口或仍保持韧性。不过仍要关注关税政策反复、全球经济增速下滑、外需减弱对就业和价格的影响。
- **第三，政策更加积极，讲求针对性、有效性。**2024 年 9 月以来，国内政策经历了转向积极到更加积极的演变，但又隐含定力。政策的积极性体现在，一是找准方向。着力提振消费，释放需求侧潜力。消费是终端需求，提振消费有利于带动整个国民经济循环，也有利于理顺价格。二是讲求力度，要求强化底线思维，加强超常规逆周期调节。三是要求“加紧实施”“用好用足”已出台政策，并根据形势变化及时推出增量储备政策。四是要进一步强化政策取向一致性。在注重政策的针对性和有效性方面则体现了政策的定力。一是讲求时机，要求增量政策的推出要“根据形势变化”，政策仍具有托底思维。

二是意图通过各项政策和改革举措的共同作用实现经济社会目标。当前总量型货币政策依然面临一定约束，且在经济结构转型背景下有效性减弱。结构性问题更需通过结构型政策来解决，以稳民生、促消费、支持科技创新、稳市场稳预期为导向，持续优化财政支出、创新结构型货币政策工具、完善就业优先政策等。

- **第四，政策着力点在提振消费，释放需求侧潜力。**政策提出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费；加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设；加大对科技创新的支持力度，积极探索科技金融的新路径；围绕“持续稳定和活跃资本市场”部署一系列举措；加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势等。
- **第五，用好用足更加积极的财政政策。**2025 年，财政政策更加积极，赤字规模、专项债、特别国债规模均有扩大，3 月财政支出已开始加速。往后看，一是，在已确定的政策和资金安排下，二、三季度财政支出节奏将进一步加快。二是，我国财政仍具有较大举债空间，将根据形势变化及时推出增量储备政策。具体政策上注重集成创新，综合运用政府债券、财政贴息、专项资金、税费优惠等各类财税工具形成政策合力。三是，聚焦高质量发展关键领域、薄弱环节，充分释放财政政策效能。
- **第六，继续实施适度宽松的货币政策。**2025 年 5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上央行推出三大类共十项货币政策措施，包含降准、降息及结构型政策，其中结构型政策成为亮点。未来货币政策将继续贯彻适度宽松基调，以总量型货币政策稳市场稳预期、降低融资成本、配合政府债发行，以结构型政策工具支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域，推动经济高质量发展。预计年内降准空间仍存，降息仍需“择机”，结构性货币政策存在进一步优化和扩容空间。
- **第七，价格端面临较大不确定性，需进一步统筹好深化供给侧结构性改革和扩大内需的关系。**2023 年以来，无论是居民消费价格 CPI 还是工业生产者出厂价格 PPI 都在低位运行，主要原因是部分产业供过于求，通过价格调整进行市场的出清，以及居民就业收入改善偏慢，服务价格低迷。物价是宏观调控中关注的重要变量，政策层面把推动物价温和回升作为重要目标之一，政策旨在改善供求关系，规范市场秩序。低基数效应下，今年物价预计仍筑底企稳。
- **风险提示：**政策风险、居民预期不稳的风险、全球贸易环境大幅变化风险。

【行业评论】太阳能：202506 光伏行业月度报告-5 月光伏新增装机同比增长 388%，组件、逆变器出口额环比增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国内光伏新增装机：**受抢装影响，5 月新增装机同、环比持续高速增长。根据国家能源局数据，2025 年 5 月国内光伏新增装机 92.9GW，同比+388.0%，环比+105.5%。国内 1-5 月累积新增光伏装机

197.85GW，同比+150.0%。

- **组件出口：**根据海关总署数据，5月组件出口额 173.2 亿元，同比-13.7%，环比+7.2%。1-5 月累计出口额 795.6 亿元，同比-24.0%。根据 Infolink，2025 年 4 月国内光伏组件出口量 21.39GW，同比+2%，环比-9%。2025 年 4 月全球前五大单一出口市场依序为荷兰、巴基斯坦、沙特、西班牙和法国，合计出口量约占全球市场 41%。2025 年 1-4 月国内组件累计出口 83.29GW，同比-6%。
- **逆变器出口：**5 月逆变器出口额同比、环比持续增长。根据海关总署数据，2025 年 5 月逆变器出口额 59.7 亿元，同比+8.0%，环比+2.7%。1-5 月累计出口额 240.0 亿元，同比+9.5%。分大洲看，5 月国内逆变器对欧洲出口 24.0 亿元，同比+0.1%，环比-9.1%；对亚洲出口 22.6 亿元，同比+30.1%，环比+19.5%；对拉丁美洲出口 6.0 亿元，同比-18.7%，环比+22.9%；对非洲出口 4.1 亿元，同比+30.8%，环比-17.7%；对北美洲出口 1.6 亿元，同比-23.6%，环比+7.5%；对大洋洲出口 1.4 亿元，同比+3.7%，环比-2.7%。
- **太阳能发电量：**5 月太阳能发电量同比增长 7.3%。根据国家统计局数据，2025 年 5 月我国规上太阳能发电量 470.8 亿千瓦时，同比+7.3%，在全国规上工业总发电量占比为 6.38%，环比+0.09pct。我国 5 月总发电量 7377.6 亿千瓦时，同比+0.5%，火电/水电/核电/风电发电量分别同比+1.2%/-14.3%/+6.7%/+11.0%。
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份；电力市场化方向：朗新集团；国产替代方向：石英股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
- **风险提示：**光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险等。

【公司评论】三花智控(002050.SZ)：三花智控：业绩预告靓丽，港股 IPO 顺利发行

陈玉卢 chenylu@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 2025 年 6 月 24 日晚，三花智控发布了 2025 年半年度业绩预告，2025H1 实现营收 150.4-177.8 亿，同比增长 10%-30%，归属于上市公司净利润为 18.9-22.7 亿，同比增长 25%-50%。
- **事件点评**
- **家电零部件高景气度，对业绩贡献度较大。**根据奥维云网数据，今年 4-5 月空调零售额线下增速分别是 12.2%、38.7%，今年 4-5 月空调零售额线上增速分别是 34.8%、46%，6 月份市场大促，再叠加夏季到来，预计空调的需求仍旧较高，整体而言，在以旧换新背景下，Q2 空调零售数据较为出色，公司作为

龙头显著受益于市场的需求增长，预计增速较高。

- **汽车零部件受益于标杆客户的示范效应，订单不断拓展。**近年来新能源汽车发展趋势向好，汽车热管理系统的需求持续大幅增长，根据弗若斯特沙利文的资料，全球新能源汽车销量从 2024 年的 2140 万辆预计到 2029 年增加到 4720 万辆，复合增速为 17.2%，在此行业背景下，预计公司汽车零部件也保持较高的增长。
- **港股 IPO 发行顺利，募资净额为 91.77 亿港元。**公司于今年年初提交招股说明书，6 月 23 日开始上市买卖，最终发售价为 22.53 港元，募资净额为 91.77 亿港元，募集资金可用于公司产能的全球化布局，并把握全球范围内的新商机，进一步夯实公司的综合能力。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年营业收入分别是 322.01 亿 /369.09 亿 /426.70 亿，同比增长分别是 15.2%/14.6%/15.6%，预计公司 2025-2027 年净利润分别是 38.12 亿/44.90 亿/51.84 亿，同比增长分别是 23%/17.8%/15.5%，根据 2025 年 6 月 26 日收盘价格，2025-2027 年 PE 分别为 28.4/24.1/20.9 倍，首次覆盖，给与“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 下游客户需求波动；关税波动风险；质量管理风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

