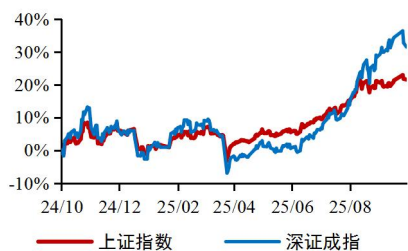


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 14 日 星期二

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	3,889.50	-0.19
深证成指	13,231.47	-0.93
沪深 300	4,593.98	-0.50
中小板指	8,189.82	-1.25
创业板指	3,078.76	-1.11
科创 50	1,473.02	1.40

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】基础化工：行业周报（20251009-1010）-绿色燃料进入产业化元年，投资逻辑将从主题炒作转向业绩驱动

【公司评论】影石创新(688775.SH)：影石创新（688775.SH）-全景运动相机市场全球领先，高性价比+产品创新持续拉动收入增长

【公司评论】【山证新材料】时代新材：签订 45 亿元叶片合同，加速布局国内外产能

【今日要点】

【行业评论】基础化工：行业周报（20251009-1010）-绿色燃料进入产业化元年，投资逻辑将从主题炒作转向业绩驱动

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- 国家能源局首批绿色液体燃料产业化试点项目启动，绿色液体燃料产业化进入实质性提速阶段。2025年8月7日，国家能源局发布《绿色液体燃料技术攻关和产业化试点通知》，公示第一批绿色液体燃料技术攻关和产业化试点9个项目，聚焦绿色甲醇、绿氨和纤维素乙醇，包括吉林洮南风电耦合生物质制甲醇、内蒙古金风科技绿氢制50万吨绿色甲醇（一期25万吨/年）、安达市天楹风光储氢氨醇一体化等示范项目。项目要求技术攻关与市场验证同步推进，产成品需绑定航运、航空或化工等终端用户，将“技术攻关—工程放大—市场验证”装进同一条时间轴，要求项目原则上须于2026年底前建成并投运，产成品要有明确去向，实现“生产—运输—应用”闭环，这些机制直击行业痛点，标志着绿色液体燃料产业化进入实质性提速阶段。
- 未来绿色燃料产业将是一个由绿电驱动、以绿氢为桥梁，融合生物质资源，共同服务于交通、航运与绿色化工的综合性生态系统。风电、光伏等可再生能源制取的绿氢为关键枢纽，向下游延伸出两条主要技术路线：一是绿氢与捕集的二氧化碳合成绿色甲醇，或与氮气合成绿氨，二者是未来航运脱碳的重点燃料；二是绿氢对各类生物质原料（如棕榈油、废弃食用油UCO）进行加氢催化，生产生物柴油并进一步升级为生物航煤。同时，绿色燃料与日用化工品的紧密联系，例如油脂通过加氢可生产硬脂酸，豆油可转化为表面活性剂AES等。
- 投资建议
- 国家能源局2025年首批绿色液体燃料产业化试点项目的启动，在政策力度、项目规模、技术集成度、商业闭环和场景应用等方面都展现出与以往研发示范阶段截然不同的规模化、商业化特征，我们将其界定为中国绿色液体燃料发展的“实质性产业化元年”。绿色液体燃料产业在资本市场的投资逻辑将从“主题炒作”转向“业绩驱动”。项目的集中落地将沿产业链自上而下地释放确定性需求，为相关上市公司带来实质性的订单和收入。建议关注：1）全产业链集成商；2）核心装备制造商；3）关键材料与部件供应商；4）燃料生产与运营企业。重点推荐：产业链上游至关重要的技术赋能者与核心装备供应商昊华科技，京津冀大型氢气运营商中国旭阳集团，绿氢耦合技术实现低碳甲醇生产的宝丰能源，废弃油脂资源化利用与绿色燃料生产商卓越新能。
- 风险提示
- 原油价格大幅波动、贸易摩擦持续恶化、行业竞争加剧、下游需求不及预期等风险。

【公司评论】影石创新(688775.SH)：影石创新（688775.SH）-全景运动相机市场全球领先，高性价比+产品创新持续拉动收入增长

陈玉卢 chenylu@sxzq.com

【投资要点】

- **聚焦消费级智能影像设备，营收增长趋势向好。**公司聚焦全景相机、运动相机等智能影像设备，产品与各行业加速融合，通过满足多场景应用为行业赋能。公司品牌“Insta360 影石”产品通过线上、线下渠道相结合的方式销往全球各地。公司主营消费级智能影像设备，营收保持快速增长态势，主营毛利率趋势上行。2022-2024 年，公司营业收入/归母净利润的 CAGR 为 65.25%/56.27%。
- **全景相机市场公司市占领先，运动相机市场国产替代趋势渐成。**受益于自媒体兴起和设备性能不断提升，预计到 2027 年全球手持智能影像设备市场规模将达到 592 亿元。全景相机是手持智能影像设备的主流产品之一，预计 2027 年全球全景相机市场规模将达到 78.5 亿元，中国市场呈现快速增长态势。消费级全景相机领域集中度逐渐提升，专业级领域处于市场探索阶段，公司市场份额领先。户外运动场景的影像记录通常使用运动相机进行，全球运动相机市场发展稳健，预计 2027 年市场规模达到 513.5 亿元。运动相机市场 Top5 厂商市场份额集中，高端市场国产品牌逐渐形成替代趋势，入门级市场中国产品保持优势，公司在全球市场份额居前。中国户外运动记录分享需求增加拉动运动相机市场规模增长，发达国家户外运动底蕴深厚，中国户外运动市场增长空间广阔。
- **高性价比+产品创新拉动收入快速增长，境内销售提升空间较大。**在全景图像采集拼接技术领域，公司产品的全景采集拼接镜头数量、拼接图像质量指标处于行业较先进水平，具备较强的竞争优势。目前公司主要产品类型包括消费级/专业级智能影像设备、配件及其他产品等。公司消费级产品新品周期在一年左右，新品热销期带动相关系列收入占比上升，消费级产品以 ONE X 系列为主。销售渠道方面，公司以线下经销+线上第三方电商平台为主，美国市场 KA 渠道销售占比提升较多，境内销售增长空间较大。公司在全球全景运动相机领域市占率领先，其中消费级相机产品具有较高的性价比，公司产品功能创新别出心裁，逐渐抢占 GoPro 市场份额。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司在全球全景运动相机领域竞争力强，预计收入增长快于行业。短视频拍摄及分享日益普及，全景运动相机消费端需求驱动明显。从整体市场来看，目前中国消费级全景运动相机品牌多处于刚刚完成市场教育阶段，同较为成熟的欧美市场相比，未来增长潜力十足。考虑到公司产品线的持续创新与迭代能力，以及生产和销售渠道布局情况，预期影石 Insta360 的市场优势将会持续。未来三年，公司将继续聚焦全景相机、运动相机、专业 VR 相机的开发，实现各产品线的迭代升级，不断探索并拓展产品应用场景。此外，公司已布局无人机业务。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 82.14/113.72/157.42 亿元，归母净利润 11.90/16.78/23.72 亿元，对应 EPS 分别为 2.97/4.18/5.91 元，以 10 月 10 日收盘价 278.35 元计算，25-27 年 PE 分别为 93.81X/66.53X/47.06X，首次覆盖给予“增

持-A”评级。

- 风险提示：国际贸易摩擦及关税风险；涉美 337 调查及相关诉讼的风险；市场竞争风险；产品迭代不及预期风险；重要原材料供应中断风险；境外经营及汇率变动风险。

【公司评论】【山证新材料】时代新材：签订 45 亿元叶片合同，加速布局国内外产能

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

- **【山证新材料】时代新材：签订 45 亿元叶片合同，加速布局国内外产能**
-
- **风电行业维持高景气，Q3 再获 45 亿元叶片订单**
- 10 月 12 日，时代新材发布《关于签署日常经营合同的自愿性披露公告》，公司第三季度与风电各大主机厂签订了《叶片销售合同》，其中，海上风电项目合同金额为 4.42 亿元，陆上风电项目合同金额为 40.48 亿元，合同金额总计约合人民币 44.9 亿元，环比增长 65.62%，公司风电叶片业绩有望显著提升。
-
- **风电市场拓展顺利，产能布局持续完善**
- 根据 2025 半年报数据，公司市场拓展顺利，与金风科技合作进入规模化配套阶段；与海外客户 Nordex 合作进一步深入，海外收入同比增长 300%；屡获叶片维修、更换及备件供应业务新订单，打开售后运维市场增长空间。海内外产能布局持续完善。国内方面，公司成功将成熟工厂快速孵化新工厂的“1+1”模式运用在新增的邢台和铁岭工厂，两大工厂产能快速爬坡；海外方面，越南子公司已注册成立，预计 2026 年上半年实现投产。
-
- **新材料成重要增长极，多产品完成 0 到 1 的突破**
- **新能源电池 PACK 封装相关制品深耕头部客户，加快市场突破。**HP-RTM 电池上盖已稳定供应行业头部企业，并成功应用一模双出技术，生产效率大幅提升。先进有机硅材料制品进入储能领域头部企业供应体系。芳纶及电容隔膜以高端国产替代为核心突破点，市场份额持续提升，销售规模显著增长，子公司时代华先成功实现扭亏为盈。
-
- **盈利预测：**我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 224.81/246.80/267.52 亿元，同比增长 12.1%/9.8%/8.4%；实现归母净利润 7.08/8.96/10.94 亿元，同比增长 59.0%/26.7%/22.1%，对应 EPS 分别为 0.76/0.96/1.17 元，PE 为 21.0/16.5/13.5 倍。
-

➤ 风险提示：原材料价格波动风险；国际化经营及管理风险；新产业、新领域开发推广风险；市场需求波动风险。

➤

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。本报告清晰准确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

