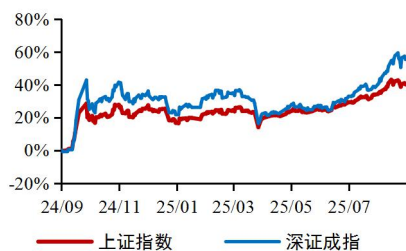


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 11 日 星期四

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	3,812.22	0.13
深证成指	12,557.68	0.38
沪深 300	4,445.36	0.21
中小板指	7,686.96	0.14
创业板指	2,904.27	1.27
科创 50	1,259.10	1.09

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】化学原料：新材料周报（250901-0905）-DAC 项目入选上海关键技术研发计划，关注国内吸附材料及设备机遇

【衍生品研究】赫达转债投资价值分析-正股业绩与估值均处低位的优质平衡型个券

【公司评论】卫龙美味(09985.HK)：卫龙美味：魔芋制品促增长，高效控费显成效

【行业评论】【山证电新】20250910 光伏产业链价格跟踪-中上游价格上涨

【今日要点】

【行业评论】化学原料：新材料周报（250901-0905）-DAC 项目入选上海关键技术研发计划，关注国内吸附材料及设备机遇

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现
- 市场与板块表现：本周新材料板块下跌。新材料指数跌幅为 0.31%，跑输创业板指 2.67%。近五个交易日，合成生物指数下跌 0.51%，半导体材料下跌 4.74%，电子化学品下跌 1.54%，可降解塑料上涨 0.02%，工业气体下跌 1.20%，电池化学品上涨 13.36%。
- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(12750 元/吨，-1.92%)、精氨酸(22900 元/吨，-1.08%)、色氨酸(39500 元/吨，-4.82%)、蛋氨酸(22050 元/吨，-0.68%)
- 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(17800 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(17800 元/吨，不变)、PBAT(9850 元/吨，不变)
- 维生素：维生素 A(64000 元/吨，不变)、维生素 E(64500 元/吨，-1.53%)、维生素 D3(227500 元/吨，不变)、泛酸钙(40500 元/吨，不变)、肌醇(26000 元/吨，不变)
- 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(5600 元/吨，不变)
- 塑料及纤维：碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8500 元/吨，-2.30%)、涤纶帘子布 7 月出口均价为(16353 元/吨，-0.61%)、芳纶(10.27 万元/吨，17.62%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(15200 元/吨，-1.30%)、癸二酸 7 月出口均价为 28797 元/吨，较上月上涨 1.78%。
- 投资建议
- DAC 项目入选上海 2025 年度关键技术研发计划，建议关注国内 DAC 吸附剂及设备机遇。9 月 2 日，上海成套公司牵头申报的《高效直接空气碳捕集关键技术及千吨级模块化系统应用研究》项目和中石化牵头申报的《新型高效直接空气碳捕集技术开发及千吨级示范应用》成功入选上海市 2025 年度关键技术研发计划“新能源”立项项目名单。两大项目的入选标志着 DAC 技术获得了政府各部门的高度认可与强力支持，是国内在应对气候变化、推动绿色能源产业发展的道路上的一座重要里程碑，充分说明了 DAC 项目不仅具有前沿的科学价值，更具备了清晰的产业化路径和巨大的市场潜力。随着千吨级示范项目的建成投产，将为后续万吨级乃至百万吨级的商业项目积累宝贵的工程数据与运营经验，对制定行业标准、培育碳捕集新兴产业生态具有至关重要的先行先试作用，有望不断提升 DAC 产品性

能指标，加快实现捕集成本降至千元的商业化目标，为解决行业绿电消纳、推动国家能源转型、实现全球双碳目标贡献力量。建议关注 DAC 技术降本所需关键吸附材料及相关设备，包括【蓝晓科技】、【建龙微纳】、【锡装股份】、【中国能建】、【协鑫科技】、【联合水务】。

➤ 风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【衍生品研究】赫达转债投资价值分析-正股业绩与估值均处低位的优质平衡型个券

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 赫达转债（127088.SZ）：
 - AA-，债券余额 6 亿元，占发行总额 99.97%，剩余期限 3.82 年。最新收盘价 122.79 元，转股溢价率 50.15%，纯债溢价率 14.83%。
- 正股：山东赫达（002810.SZ）：
 - 公司成立于 1992 年，主要产品纤维素醚和植物胶囊，业务涉足 100 多个国家和地区，最新总市值 47.97 亿元，2025E PE 26.3x。实控人个人，第一大股东及一致行动人合计持股 39.87%，H125 归母净利润 yoy-8.71%。
- 赫达转债主要看点：
 - 深耕纤维素醚行业近三十年。纤维素醚号称“工业味精”，具有用途广、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点。公司产品涵盖建材级、医药级、食品级等七十余项品类、一百多种型号，结构丰富，技术领先。H125 末全资子公司中福赫达产能 10000MT，是国内最大的 HEC 生产厂家之一。
 - 产业链延伸至下游植物胶囊。依托原料优势，公司 2014 年进军纤维素醚下游植物胶囊行业。相对明胶胶囊，植物胶囊具安全性、稳定性、环保性等优势，且主要应用于持续稳步增长的保健品行业，前景良好。截止 H125 末，公司有效产能 300 亿粒，产能利用率约 60%，美国工厂规划产能 200 亿粒建设中，预计明年中期投产。
 - 海外收入占比高，Q4 或迎来业绩拐点。公司海外收入占比较高，2024 年建材级、医药食品级纤维素醚、植物胶囊出口占比分别 56.4%、57.3%、88.2%。2025 年美国对公司部分产品加征反倾销税，贸易摩擦影响订单并导致原材料成本上升。目前公司正积极应对，不合理因素 Q4 或缓解，届时业绩有望迎来拐点。
 - 正股业绩与估值均处低位，转债各项指标平衡：利率下行趋势和转债强赎加速下，转债市场供不应求现象持续。我们认为山东赫达基本面优秀，业绩与估值均处历史底部，赫达转债剩余期限长，是较优

质的平衡型个券。

➤ 转债合理估值推导

➤ 基于山证可转债估值模型，若正股股价不变，不考虑强赎和下修，赫达转债合理估值在 124-132 元。

➤ 风险提示：贸易摩擦加剧；下游需求不振；美国工厂建设投产不及预期等

【公司评论】卫龙美味H1：卫龙美味：魔芋制品促增长，高效控费显成效

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 2025 年上半年，卫龙美味实现总营收 34.83 亿元，同比增长 18.5%；实现净利润 7.36 亿元，同比增长 18.5%；实现毛利 16.42 亿元，同比增长 12.3%。董事会决议中期派发每股 0.18 元。

➤ 事件点评

➤ 蔬菜制品贡献最大增量，产品结构优化。蔬菜制品 H1 收入占比提升 10.8 个百分点至 60.5%，其受益于魔芋产品高速扩张和健康零食趋势，公司新推麻酱味魔芋爽受到市场广泛关注。调味面制品部分 sku 被淘汰导致 H1 营收下滑，但产能再调整和生产效率的优化，促使调味面制品毛利率同比提升 0.5%至 48.4%。公司已储备并计划推出臭豆腐等新品，结合旺季推动收入增量。

➤ 线下渠道驱动增长，新兴渠道渗透。线下渠道 H1 实现营收 31.47 亿元，同比增长 21.5%，占比达 90.4%。截止 2025 年上半年，公司与 1,777 家线下经销商合作，新兴渠道如零食量贩店和会员店贡献了新增门店。而线上渠道 H1 实现收入 3.36 亿元，同比下滑 3.8%，传统电商平台承压，抖音、快手正加速布局，短期内尚未明显发力，公司已积极调整策略。

➤ 成本上行拖累毛利，高效控费维稳净利。公司 H1 毛利率同比下滑 2.6 个百分点至 47.2%，主因魔芋粉原材料价格上涨，拖累蔬菜制品毛利。公司同步进行费用优化，其经销及销售费用率同比下降 1.1 个百分点至 15.1%，管理费用率同比下降 2.4 个百分点至 5.8%，使得净利率维持在 21.1%的水平，一定程度抵消了原材料的影响。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.51\0.62\0.79, 对应公司 2025 年 9 月 9 日收盘价 13.94 港元, 2025-2027 年 PE 分别为 21.5\17.6\13.8。公司 2025-2027 年营业收入为 75.87、91.90、111.32 亿元，同比增长 21.1%、21.1%、21.1%，作为辣味休闲食品行业的龙头企业，全渠道布局同时新兴渠道贡献增量，盈利能力优越，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 经济增速不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上期超预期；安全问题。

【行业评论】【山证电新】20250910 光伏产业链价格跟踪-中上游价格上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅价格上涨：** 根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 50.0 元/kg，较上周上涨 4.2%；颗粒硅均价为 49.0 元/kg，较上周上涨 4.3%。下游硅片和电池片环节受国外订单推动，开工率略有提升，支撑了部分硅料需求。预计短期内硅料价格高位震荡，若反内卷政策有更明确的落地细则，硅料价格可能进一步上行。
-
- **硅片价格上涨：** 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.30 元/片，较上周上涨 4.0%；130um 的 210mm 型硅片均价 1.65 元/片，较上周上涨 3.1%。9 月国内多家专业化硅片企业提产，整体产出较 8 月呈上升趋势，库存小幅累积。不同型号硅片价格持续分化，N 型 210 硅片价格预计高位震荡，210RN 硅片受供给过剩影响价格或小幅回调。
-
- **电池片价格上涨：** 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.31 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 3.3%；210mm N 型电池片价格为 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.7%。近期电池片库存有所下降，下游对高效电池片的需求相对稳定。上游成本对电池片价格提供支撑，预计短期 N 型 210 电池片价格稳中有升。
-
- **组件价格持平：** 182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 13.4%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平；较 TOPCon 溢价 8.6%。国内部分终端电站项目缓慢启动，海外订单跟进量稍增，带动个别企业开工率小幅提升，9 月组件排产计划环比小幅上涨约 5%。上游原材料价格持续上涨，组件企业涨价意愿强烈但下游接受程度低，预计短期价格或有望小幅提价。
-
- **光伏玻璃价格持平：** 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13.0 元/m²，较上周持平。
-
- **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：大全能源、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、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、上海艾录、广信材料。



➤ 风险提示：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。



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

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

