中粮科技（000930）

证券研究报告
2025 年 06 月 28 日

国内玉米深加工龙头，红利价值随业绩改善凸显

1. 中粮科技：国内玉米深加工龙头，红利价值随业绩改善凸显

公司实控人为国资委 100%控股的中粮集团，现已形成覆盖食品及食品原料、生物能源和生物可降解材料等产品的玉米加工全产业布局，是国内规模和技术领先的玉米深加工企业。公司控制成本能力强，在 2024 年玉米价格创下 2020 年来新低背景下，使归母净利润实现扭亏，25Q1 公司归母净利润进一步超 4000 万元，同比增 63.17%，公司盈利能力正在快速修复中。**公司历史上在净利润较好的年份会积极进行分红，未来随着玉米价格企稳回升，公司红利价值或随业绩改善持续凸显。**

2. 主营业务：以生物科技为核心，探索可持续发展的商业模式

1）生物能源：公司是我国燃料乙醇龙头，拥有 135 万吨产能。燃料乙醇行业发展现已放缓。公司积极调整产业结构，扩大高端酒精、高附加值和小包装酒精产品市场，拓展二氧化碳等小副及废弃物的开发利用。在二氧化碳领域，公司已实现收益。**近年来，我国鼓励非粮生物质燃料技术发展，可持续航空燃料 SAF 或为非粮燃料乙醇的未来带来广阔应用空间。**醇喷合成路线可通过乙醇生产 SAF。我们认为，**航空领域快速增长的减碳需求，或有望成为公司非粮燃料乙醇产品未来发展的新方向。**

2）生物发酵制品&淀粉原料：公司是国内淀粉糖龙头，主营产品主要为果葡糖浆、麦芽糖浆、麦芽糊精，近年盈利能力均不断提升。**果葡糖浆是公司未来发力的重点**，根据公司 2025 年度投资计划：**公司将推进成都和太仓合计 70 万吨产能的新项目。**此外还将进行柠檬酸泰国 3.6 万吨产能扩建；并待国内阿洛酮糖作为新食品原料获批后，计划新建阿洛酮糖项目。

3）生物基可降解材料：公司主要产品为聚乳酸（PLA），多应用于包装、农业、医疗等领域。**聚乳酸业务由公司子公司吉林中粮负责推进。**聚乳酸原料丙交酯、以及合成生物材料 PHA 业务由公司子公司中粮榆树负责推进。2025 年，公司丙交酯项目将从吉林榆树迁至安徽蚌埠，预计建设周期自项目批复之日至投料试车共 18 个月。

3. 盈利预测&估值分析&投资建议：我们预计 2025-2027 年，公司实现营收 206.21/212.52/229.65 亿元，归母净利润 1.02/1.64/2.34 亿元，对应每股净资产 5.67/5.73/5.80 元/股，2025 年 6 月 27 日股价对应 PB 为 0.98/0.97/0.96x。我们看好中粮科技作为国内玉米深加工龙头目前持续在探索的以生物科技为核心的可持续发展模式，以及公司未来的红利资产价值，考虑到公司多项业务正处于开启第二发展曲线的初期，**给予 2025 年 1.2 倍 PB，对应目标价 6.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：大宗原料市场价格波动风险、产业政策风险、新项目进展不及预期、食品安全风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,378.95	20,053.36	20,621.35	21,252.26	22,965.14
增长率(%)	2.31	(1.60)	2.83	3.06	8.06
EBITDA(百万元)	1,294.77	1,588.31	1,456.42	1,728.70	2,006.20
归属母公司净利润(百万元)	(601.63)	25.13	102.43	164.20	233.86
增长率(%)	(156.82)	(104.18)	307.60	60.31	42.42
EPS(元/股)	(0.32)	0.01	0.06	0.09	0.13
市盈率(P/E)	(17.26)	412.21	101.13	63.09	44.29
市净率(P/B)	0.99	0.98	0.98	0.97	0.96
市销率(P/S)	0.51	0.52	0.50	0.49	0.45
EV/EBITDA	10.86	7.79	8.97	6.95	6.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.57 元
目标价格	6.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,859.72
流通 A 股股本(百万股)	1,856.35
A 股总市值(百万元)	10,358.66
流通 A 股市值(百万元)	10,339.86
每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	38.43
一年内最高/最低(元)	6.45/4.42

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中粮科技-季报点评:生物基可降解材料推进顺利，22Q3 聚乳酸关键原料丙交酯已开工！》 2022-10-30

2 《中粮科技-公司专题研究:合成生物产业系列报告之中粮科技：从生物可降解材料产业角度看公司优势何在？》 2021-11-02

3 《中粮科技-公司点评:拟建 3 万吨丙交酯项目，开拓聚乳酸广阔蓝海市场》 2021-09-23

内容目录

1. 中粮科技：国内玉米深加工龙头，红利价值随业绩改善凸显 4
2. 主营业务：以生物科技为核心，探索可持续发展的商业模式 5
2.1. 生物能源：国内燃料乙醇龙头，非粮生物质燃料时代或近变革前夜 7
2.2. 生物发酵制品&淀粉原料：国内淀粉糖龙头，走“大宗+特种”的发展模式 9
2.2.1. 玉米淀粉：食品工业的“隐形刚需”，行业发展已进入成熟期 9
2.2.2. 淀粉糖：计划释放合计 70 万吨新产能，区域服务力再强化 11
2.2.3. 其他：柠檬酸泰国 3.6 万吨产能扩建，另有阿洛酮糖布局中 12
2.3. 生物基可降解材料：打通聚乳酸全产业链，推进合成生物材料 PHA 13
3. 盈利预测&估值分析&投资建议： 14
4. 风险因素 15

图表目录

图 1：公司股权结构示意图（截至 2025 年 6 月 21 日） 4
图 2：自公司上市以来，股价（右轴，元）与玉米价格（左轴，元）呈现强正相关性 4
图 3：公司总营收&同比增速（亿元，%） 5
图 4：公司归母净利润&同比增速（亿元，%） 5
图 5：公司毛利率&净利率（%） 5
图 6：公司研发支出&占总营收比例（亿元，%） 5
图 7：公司业务布局示意图 6
图 8：公司 2020-2024 主营结构变化（%） 7
图 9：公司 2020-2024 毛利结构变化（%） 7
图 10：公司燃料乙醇类及其副产品营收&同比增速（亿元，%） 8
图 11：公司燃料乙醇类及其副产品毛利自 24 年大幅好转（亿元，%） 8
图 12：醇喷合成 SAF 工艺路线示意图 9
图 13：我国玉米淀粉产量&需求量（万吨） 9
图 14：我国玉米淀粉加工效益变化（2019-2022，元/吨） 9
图 15：2022 年 Top10 玉米淀粉企业市场占有率（%） 10
图 16：2022 年中国玉米淀粉需求结构（%） 10
图 17：公司淀粉及其副产品营收&同比增速（亿元，%） 11
图 18：公司淀粉及其副产品毛利自 24 年大幅好转（亿元，%） 11
图 19：淀粉糖各品种产量年度变化（2019-2022 年，吨） 11
图 20：山东地区 F55 果葡糖浆市场及盈亏平衡价格（元/吨） 11
图 21：山东地区麦芽糖浆市场及盈亏平衡价格（元/吨） 11
图 22：山东地区麦芽糊精市场及盈亏平衡价格（元/吨） 11
图 23：公司淀粉糖类产品营收&同比增速（亿元，%） 12
图 24：公司淀粉糖类及其副产品毛利（亿元，%） 12

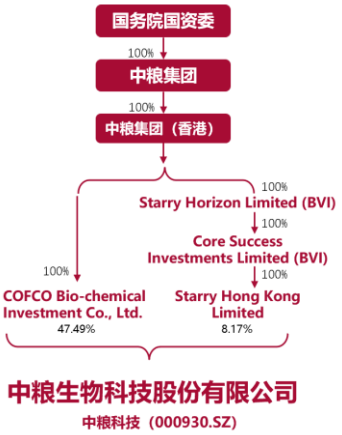
图 25：公司柠檬酸类及其副产品营收&同比增速（亿元，%）.....12
图 26：公司柠檬酸类及其副产品毛利主要受国际贸易环境影响（亿元，%）.....12
图 27：公司味精及其副产品营收&同比增速（亿元，%）.....13
图 28：公司味精及其副产品毛利（亿元，%）.....13
图 29：中粮生物材料（榆树）有限公司股权结构示意图.....14

表 1：中粮科技历年现金分红情况（截至 2025 年 6 月 21 日，亿元，%）.....5
表 2：燃料乙醇供需平衡表（2019-2023 年，万吨）.....7
表 3：盈利预测.....14
表 4：可比上市公司估值（截至 2025 年 6 月 27 日）.....15

1. 中粮科技：国内玉米深加工龙头，红利价值随业绩改善凸显

中粮生物科技股份有限公司成立于 1998 年 8 月，由中粮集团玉米加工事业部发展而来，2018 年 11 月完成上市公司资产整合（000930.SZ），2019 年更名为“中粮科技”。**公司实控人为国资委 100%控股的中粮集团**，COFCO Bio-chemical Investment Co., Ltd.为第一大股东，持有上市公司 47.49%的股份。公司目前拥有 40 余家参、控、联营公司，**现已形成覆盖食品及食品原料、生物能源和生物可降解材料等产品的玉米加工全产业布局，是国内规模和技术领先的玉米深加工企业。**

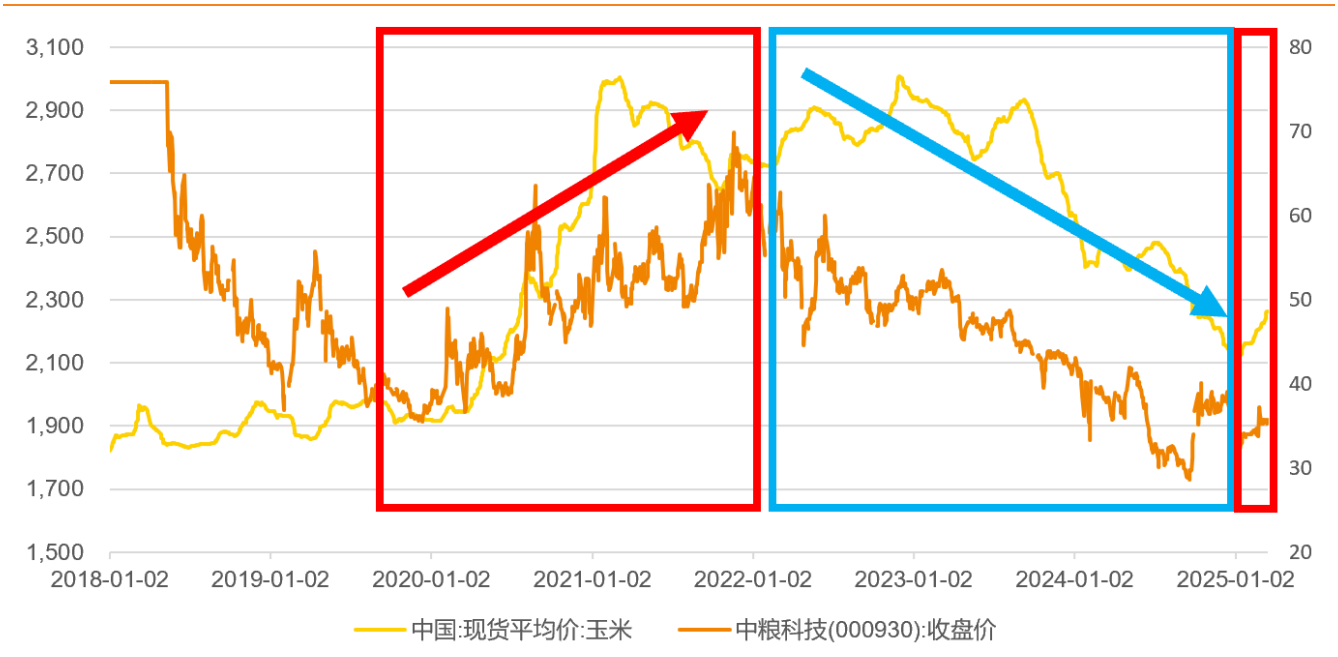
图 1：公司股权结构示意图（截至 2025 年 6 月 21 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

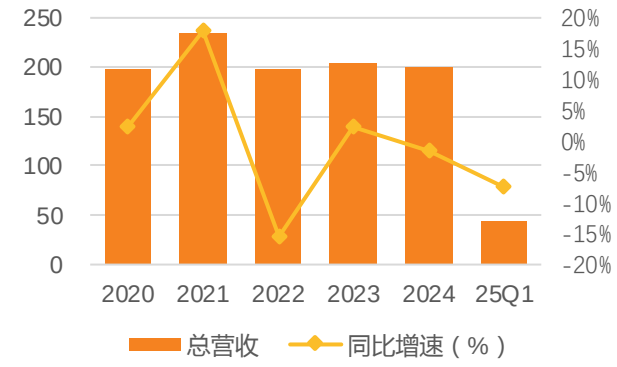
作为以玉米为主要原料的粮食与非粮原料深加工企业，公司在面对玉米显著价格周期属性时表现出了强成本控制能力。从近年的财务数据来看，公司的毛利率与净利率之差常年保持在 7%-8%区间里，其中的期间费用率自 2020 年来大致稳定在 5%上下。由此可见公司对成本的管控能力，以及公司在玉米价格大幅波动下，能够穿越周期的经营能力。**2024 年，玉米价格创下 2020 年来新低，而公司**在总营收实现 200.53 亿元，同比降 1.60%的情况下，**仍能使归母净利润实现扭亏**，为 0.25 亿元，毛利率和净利率分别为 7.80%和 0.23%，较上年分别增 2.29pct 和 3.25pct。25Q1 公司归母净利润进一步超 4000 万元，同比增 63.17%，**可见公司盈利能力正在快速修复中。**

图 2：自公司上市以来，股价（右轴，元）与玉米价格（左轴，元）呈现强正相关性



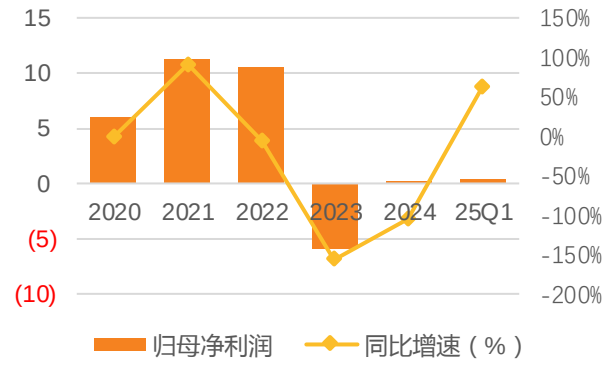
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司总营收&同比增速（亿元，%）



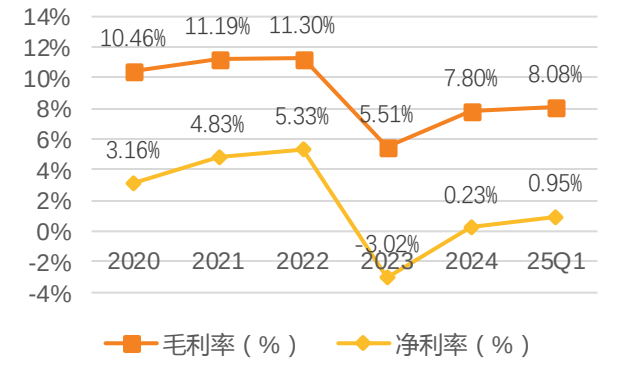
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司归母净利润&同比增速（亿元，%）



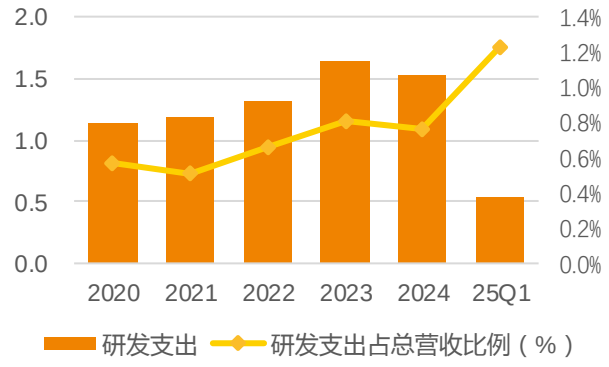
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司毛利率&净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司研发支出&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，**值得重视的是：从历史数据来看，在公司净利润较好的年份，公司都会积极进行分红。**自公司 2018 年上市以来，到 2023 年公司首次亏损，已连续五年分红，其现金分红总额合计达 17.17 亿元。**立于当前时点，我们认为，随着玉米价格企稳回升、以及公司自身的盈利能力持续改善，公司红利价值或有望于未来持续凸显。**

表 1：中粮科技历年现金分红情况（截至 2025 年 6 月 21 日，亿元，%）

年度	归母净利润（亿元）	现金分红总额（亿元）
2018	4.83	0.46
2019	5.93	0.30
2020	5.93	1.21
2021	11.33	4.57
2022	10.59	10.63
2023	-6.02	--
2024	0.25	--

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 主营业务：以生物科技为核心，探索可持续发展的商业模式

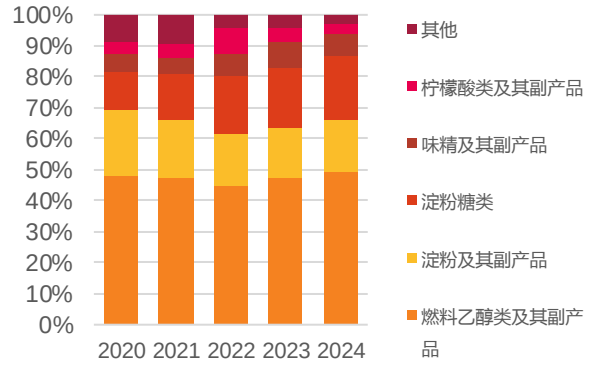
根据公司 2024 年报，**公司坚持“稳中求进”发展总基调，持续优化“大宗+特种”发展模式，坚持“成本领先+科技创新”高质量发展理念，**聚焦食品领域深化发展，**保持生物能源行业地位，培育生物可降解材料产业，致力于成为提供营养、健康，以及具备特殊功能**

的食品产品的生物科技创新型企业。公司将秉承可持续发展理念，以优质玉米为主要原料，为全球客户提供食品原料解决方案式服务，同时提供清洁能源和绿色生物质材料，为保障食品安全、提升人类生活品质做出贡献。

图 7：公司业务布局示意图

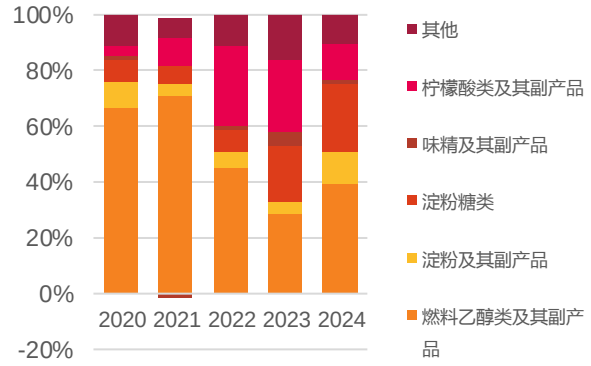
资料来源：中粮科技 2024 年度 ESG 报告，天风证券研究所

图 8：公司 2020-2024 主营结构变化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司 2020-2024 毛利结构变化（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1. 生物能源：国内燃料乙醇龙头，非粮生物质燃料时代或近变革前夜

公司是我国燃料乙醇龙头。截至 2024 年报，公司在生物能源领域主营产品为燃料乙醇，同时具备柔性生产多种其他乙醇产品的能力，包括食用酒精、医药酒精及化工酒精等。根据 2022 年公司互动易交流信息和化工原料每日价格公众号数据，**公司燃料乙醇产能在 135 万吨**，占当年国内总产能的 23%，考虑到 2021 年公司燃料乙醇市占率在 40%，对应当年消费量为 330 万吨，**公司销量或在 132 万吨。**

表 2：燃料乙醇供需平衡表（2019-2023 年，万吨）

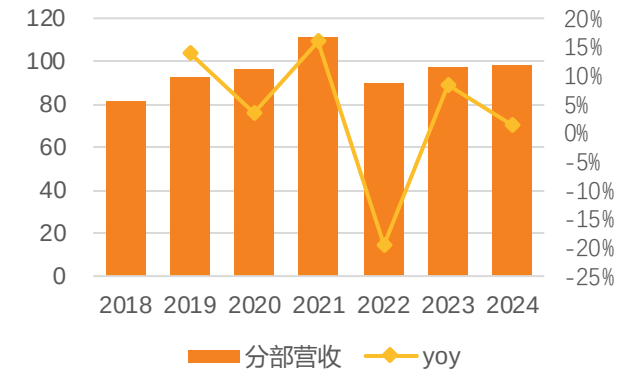
项目/年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
燃料乙醇产能	460	500	530	585	587.5
燃料乙醇产量	330	294	296	305	372
开工	0.72	0.59	0.56	0.52	0.64
进口	3	5	38	0	0
总供应量	333	299	334	305	376
出口	0	2	0.3	0	1
下游消费	340	308	330	290	375
总需求量	340	310	330.3	290	376
期初库存	27	20	9	12	27
期末库存	20	9	12	27	23

资料来源：化工原料每日价格公众号，天风证券研究所

从 2019 年后的行业数据可知，目前燃料乙醇行业发展已放缓。2024 年，公司燃料乙醇类及其副产品营收为 98.26 亿元，同比增 1.26%，毛利 6.2 亿元，同比增 93%，毛利率为 6.31%。公司数据反映出与行业整体走势相同的趋势特征。**面对此种行业现状，**根据 2024 年报，**公司作为国内乙醇领先企业，在保持现有燃料乙醇市场的基础上，积极调整产业结构，扩大高端酒精、高附加值和小包装酒精产品市场，拓展二氧化碳、饲料产品、污泥沼气等小副及废弃物的开发利用。**

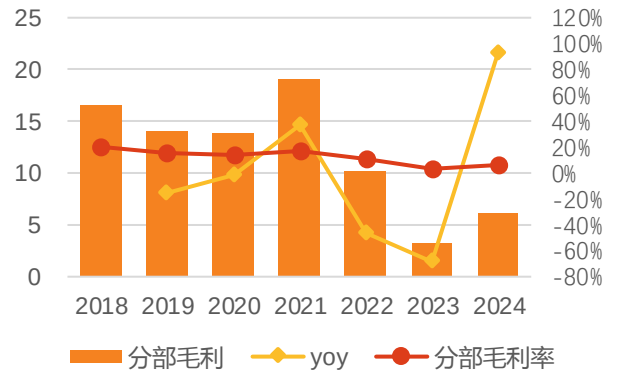
- **其中，尤其是在二氧化碳领域，公司已实现收益。**2023 年，公司已拥有二氧化碳产能达 20 万吨/年，已形成行业内规模最大的食品级二氧化碳产能。同年，公司还推动了子公司中粮生化能源（肇东）与大庆油田开展 10 万吨/年二氧化碳捕集封存合作，开发 CCUS 项目（二氧化碳捕集、利用与封存项目）；2024 年，公司组建碳资产管理小组，分析碳市场行情，根据各重点排放单位配额赢缺情况，制定差异化的碳交易策略，对碳资产实施集中统一管理。当年**实现外售碳配额 25.85 万吨，实现碳交易收益 2461.49 万元。**

图 10：公司燃料乙醇类及其副产品营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司燃料乙醇类及其副产品毛利自 24 年大幅好转（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

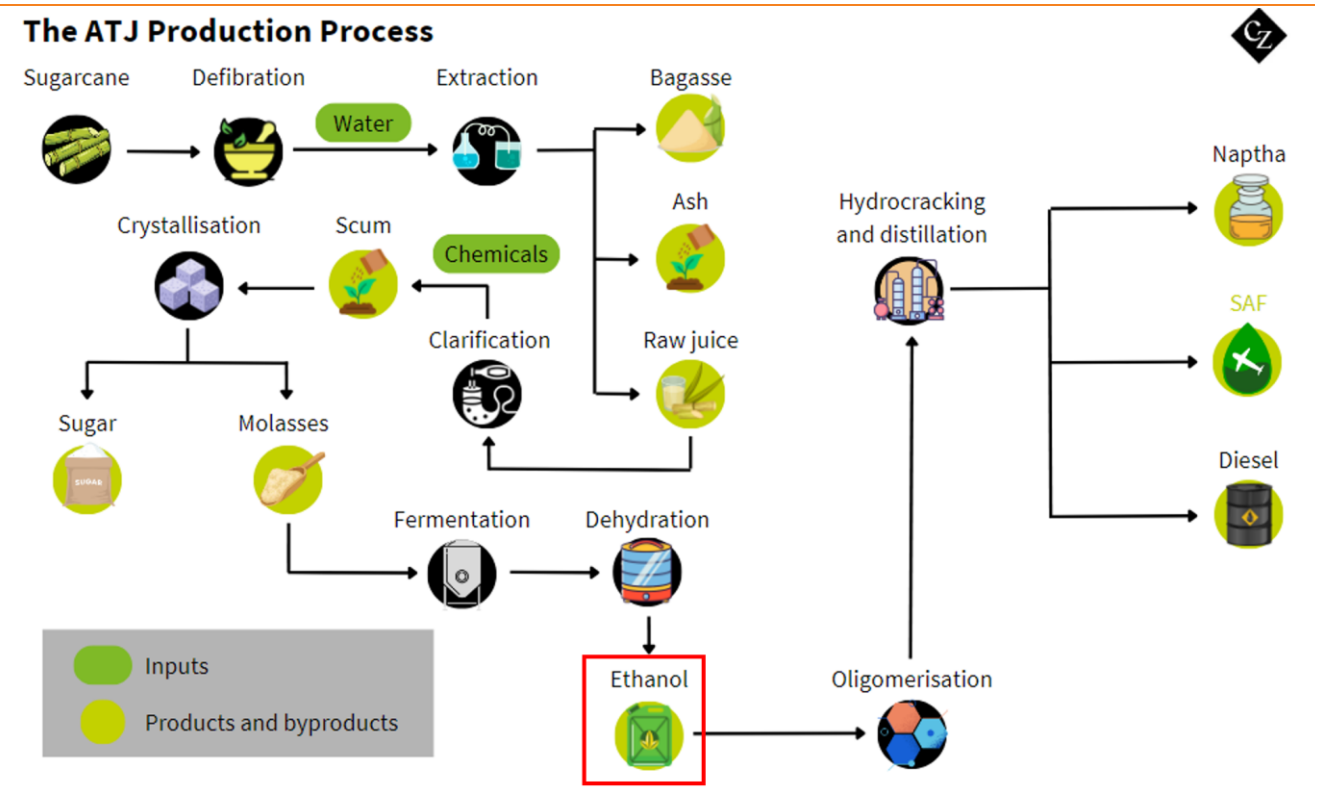
值得重视的是，近年来，我国鼓励非粮生物质燃料技术发展，为燃料乙醇行业的未来发展明确了方向。国家发展改革委印发的《产业结构调整指导目录（2024 年版）》自 2024 年 2 月 1 日起施行，将纤维素乙醇、生物燃油（柴油、汽油、航空煤油）等非粮生物质燃料生产技术开发与应用列入鼓励类产业。**我们认为，该政策一方面指出非粮原料为未来生物质燃料原料的重点方向，另一方面鼓励以非粮生物质作为原料的生物质燃料的技术开发。具体到燃料乙醇领域，前者主要指燃料乙醇的原料从传统的粮食原料向非粮原料转变，后者主要是鼓励以纤维素乙醇生产技术为代表的非粮燃料乙醇的开发与应用。**截至 2024 年报：

- **公司在燃料乙醇的非粮原料领域布局深厚。**公司燃料乙醇业务已完成原料多元化改造，全面具备了木薯、玉米、水稻、小麦等多种原料替代生产酒精的工艺条件；
- **公司已掌握纤维素乙醇生产技术。**2021 年，公司经过多年试验，开发了国际一流的全套纤维素乙醇技术方案，整体工艺顺畅，技术瓶颈攻克，获得 62 项专利授权，并完成了 5 万吨级示范装置工艺包编制，基本具备了产业化技术条件。2022 年，公司已拥有 500 吨/年纤维素乙醇中试装置。

此外，可持续航空燃料 SAF 或为非粮燃料乙醇的未来带来广阔应用空间。SAF（Sustainable Aviation Fuel，可持续航空燃料，也称“生物航煤”）是航空业减排二氧化碳的核心减排方式。2021 年 10 月 4 日，国际航空运输协会（IATA）第 77 届年会批准全球航空运输业于 2050 年实现净零碳排放的决议。根据决议的里程碑目标，2030 年全球 SAF 使用量将达 0.18 亿吨（230 亿升，占总燃料需求的 5.2%），2050 年达到 3.50 亿吨（4490 亿升，占总燃料需求的 65.0%）。欧洲、美国、新加坡和中国都推出了生物航煤目标。根据中国石油和化学工业联合会数据，预计全球 2030 年生物航煤（SAF）需求量将超过 1500 万吨。

目前，全球范围内 SAF 的生产技术路线仍以 HEFA 工艺为主，该工艺的主要原料以餐厨废油为主。然而，值得重视的是：尽管我国是全球餐厨废油产品的出口大国，2024 年生物柴油与 UCO 全年出口总量合计仅约 400 万吨，这意味着**仅靠 HEFA 工艺路线和餐厨废油无法满足全球 SAF 原料的需求量。这就需要使用其他非粮原料的 SAF 技术路线来填补剩余空间——其中，醇喷合成路线（Alcohol to Jet，ATJ，或称 Ethanol to Jet，ETJ）即可通过乙醇生产 SAF。**

图 12：醇喷合成 SAF 工艺路线示意图



资料来源：嘉利高 Czapp 公众号，天风证券研究所

我们认为，航空领域快速增长的减碳需求，或有望成为公司非粮燃料乙醇产品未来发展的新方向——公司作为拥有成熟的、规模化产能的非粮燃料乙醇生产技术的燃料乙醇国内龙头企业，未来无论是作为 SAF 生产商的原料供应商、还是直接成为 SAF 生产商，均有望率先分享行业红利。

2.2. 生物发酵制品&淀粉原料：国内淀粉糖龙头，走“大宗+特种”的发展模式

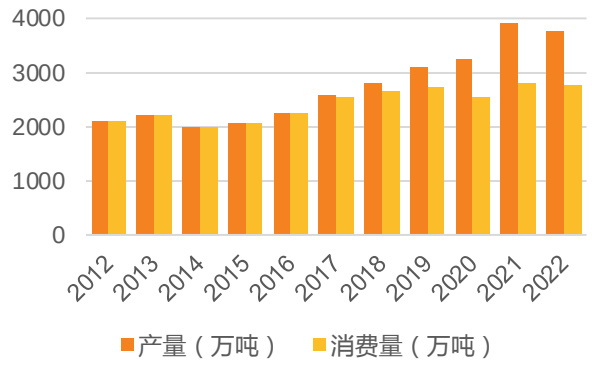
在食品工业领域，公司主要产品为淀粉，以及以淀粉为原料的果葡糖浆、麦芽糖浆、麦芽糊精、小特新糖浆、变性淀粉、味精、柠檬酸等。根据 2024 年报，**未来，公司将进一步聚焦食品主业**，延伸淀粉产业链条，重点构建以淀粉糖业务为核心，功能糖、变性淀粉、发酵产品为主要补充的多元食品类产品线组合，不断优化产品结构，提高产品附加值。

2.2.1. 玉米淀粉：食品工业的“隐形刚需”，行业发展已进入成熟期

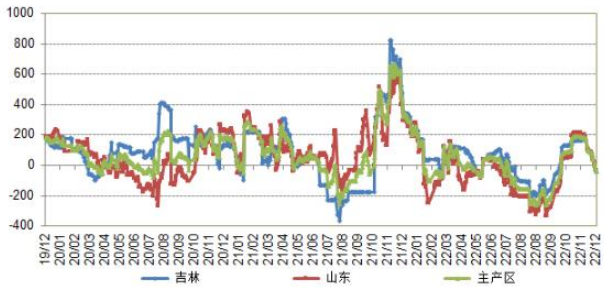
中国是全球最大的玉米淀粉生产国和消费国，需求结构以食品加工和工业应用为主。我国玉米淀粉行业自 2015 年后快速增长，而 2018 年后，尽管产量依旧增长，消费量却已稳定在 2700 万吨上下，且每吨淀粉的加工效益常在-200 元至 200 元间波动。根据公司 2024 年报，**玉米淀粉行业已进入成熟期。**

图 13：我国玉米淀粉产量&需求量（万吨）

图 14：我国玉米淀粉加工效益变化（2019-2022，元/吨）



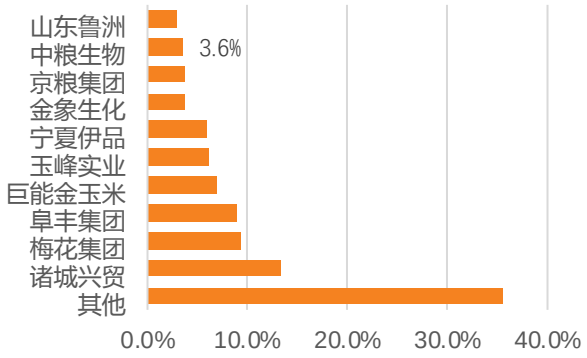
资料来源：中国淀粉工业协会公众号，艾格数据库，天风证券研究所



资料来源：中国淀粉工业协会公众号，艾格数据库，天风证券研究所

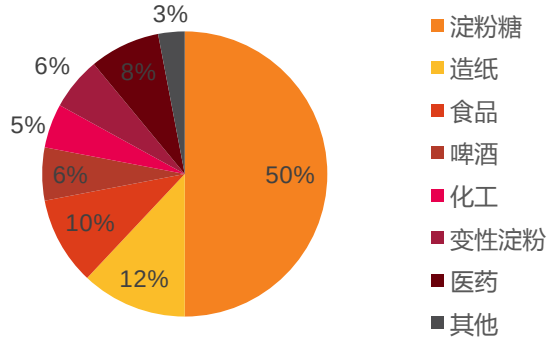
我国玉米淀粉生产厂家高度集中，公司排名前列。根据中国淀粉工业协会数据，2022 年，我国玉米淀粉产量为 3781 万吨，其中年产 10 万吨以上玉米淀粉企业共计 39 家，产量合计达到 3,745 万吨，约占全国玉米淀粉总产量的 99%。公司以其 3.6%的市占率位居前十大生产厂家之列，对应**产量在 136 万吨。2024 年，公司淀粉及其副产品业务实现营收 34.81 亿元，同比增长 6.22%**，毛利 1.74 亿元，同比增长 257.93%，毛利率为 4.99%，**淀粉总体保持较低库存，有效应对了下行行情。**

图 15：2022 年 Top10 玉米淀粉企业市场占有率（%）



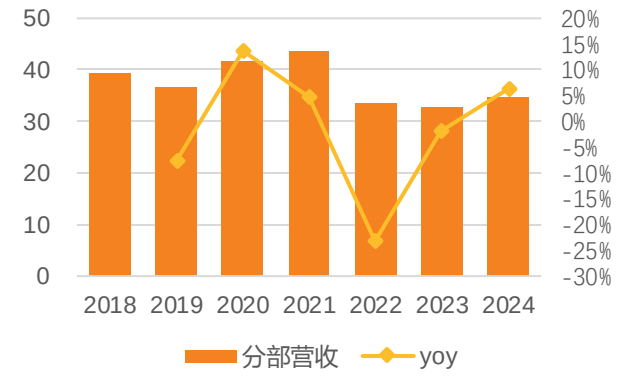
资料来源：中国淀粉工业协会公众号，天风证券研究所

图 16：2022 年中国玉米淀粉需求结构（%）



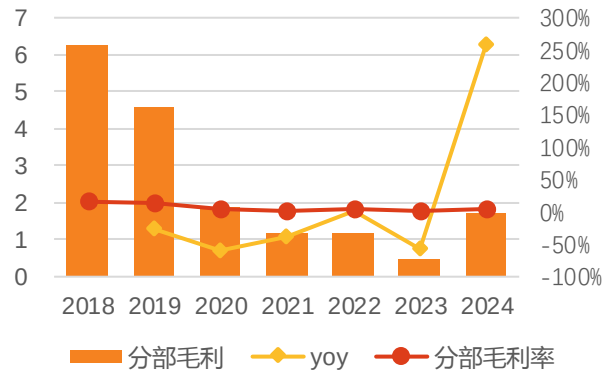
资料来源：中国淀粉工业协会公众号，天风证券研究所

图 17：公司淀粉及其副产品营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司淀粉及其副产品毛利自 24 年大幅好转（亿元，%）

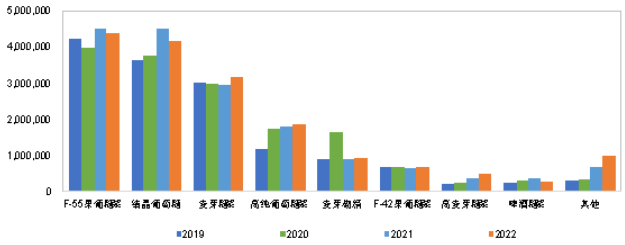


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 淀粉糖：计划释放合计 70 万吨新产能，区域服务力再强化

与淀粉行业所处的发展阶段不同，淀粉糖行业受益种类多样化，仍有不少品种处于成长期。其中，公司主营的淀粉糖产品主要为果葡糖浆、麦芽糖浆、麦芽糊精，近年盈利能力均不断提升。根据中国糖业协会数据，2024 年，果葡糖浆平均盈利为 202 元/吨，同比增加 297 元/吨；麦芽糖浆全年平均盈利为 78 元/吨，增幅 256%；麦芽糊精平均盈利 560 元/吨，增幅 65.8%。三者的**盈利增加均主要受益于原料玉米价格的下行，公司同样因此受益**：2024 年，公司淀粉糖类产品营收达 41.31 亿元，同比增长 5.99%，毛利 3.82 亿元，同比增 67%，毛利率达 9.25%。

图 19：淀粉糖各品种产量年度变化（2019-2022 年，吨）

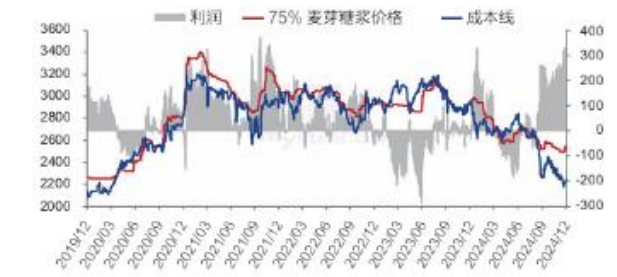


资料来源：中国淀粉工业协会公众号，天风证券研究所

图 20：山东地区 F55 果葡糖浆市场及盈亏平衡价格（元/吨）

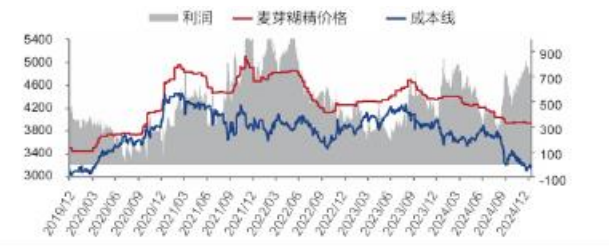
资料来源：中国糖业协会公众号，天风证券研究所

图 21：山东地区麦芽糖浆市场及盈亏平衡价格（元/吨）



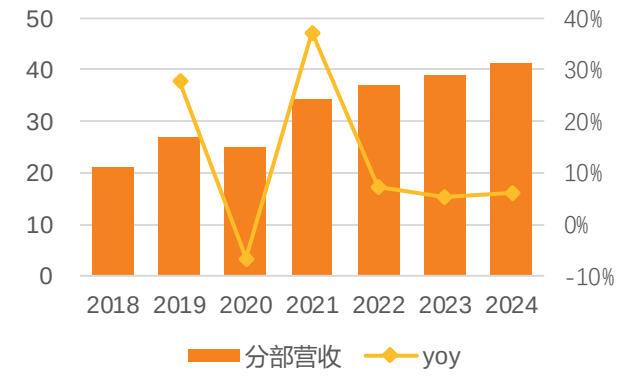
资料来源：中国糖业协会公众号，天风证券研究所

图 22：山东地区麦芽糊精市场及盈亏平衡价格（元/吨）



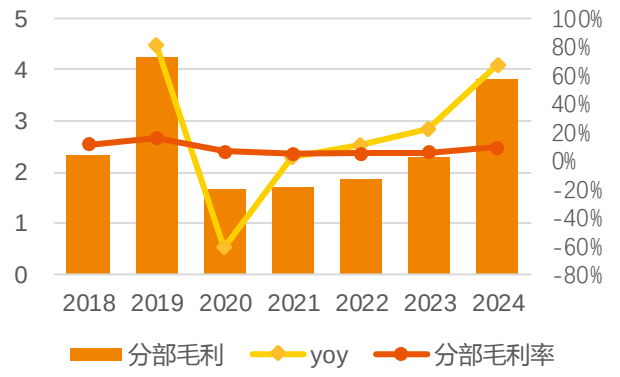
资料来源：中国糖业协会公众号，天风证券研究所

图 23：公司淀粉糖类产品营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：公司淀粉糖类及其副产品毛利（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

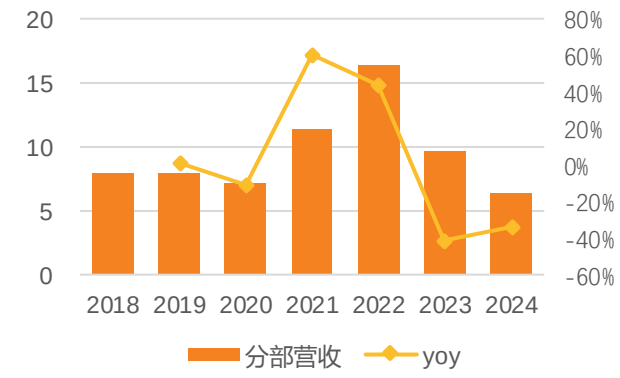
公司未来的发力重点主要在果葡糖浆。根据公司 2024 年报，果葡糖浆行业近年产能产量均不断提升，其中产量 2015-2024 年复合增长率在 3.8%，2024 年产能达 788 万吨，同比上涨 1.3%；产量约 500 万吨，同比上涨 2.1%；出口量约 38 万吨，同比增长 15%。**公司以 20%左右的市场份额位居行业前列。根据公司 2025 年度投资计划：公司为完善淀粉糖产业布局，提升区域供应和服务能力，将 1）推进成都 15 万吨/年淀粉糖扩建项目**开工建设，根据进度计划，力争年度内完成项目施工建设并进行投料试运行；**2）稳妥推动太仓 55 万吨/年淀粉糖新建项目**可行性研究报告编制，投资审查，集团审批，政府备案，招标等工作，年度内完成项目审批手续并实现开工建设；**3）完善西北淀粉糖项目布局**，完成项目选址分析，落实项目立项和报批等前期工作。

2.2.3. 其他：柠檬酸泰国 3.6 万吨产能扩建，另有阿洛酮糖布局中

在淀粉的其他深加工领域，公司的主要产品有柠檬酸和味精：

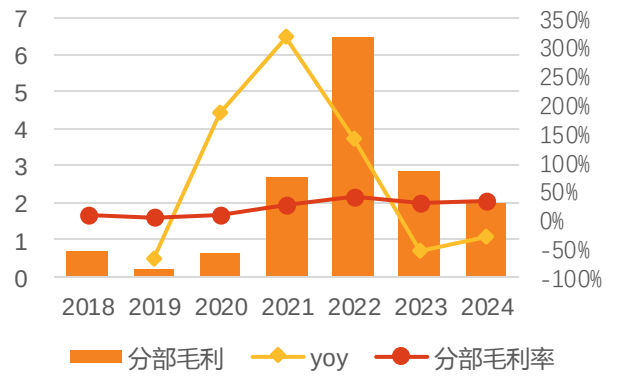
- **柠檬酸：**一种用途广泛的有机酸。在食品工业领域，主要可作为食品的酸味剂、抗氧化剂、pH 调节剂，用于清凉饮料、果酱、水果和糕点等食品中；也可用于医药工业，主要用作抗凝血剂、解酸药、矫味剂等。公司柠檬酸产能在国内国外均有布局，其中国内公司子公司中粮生化能源（榆树）已有 12 万吨；**2025 年，泰国公司 3.6 万吨/年柠檬酸扩建项目正稳妥推动。**2024 年，公司柠檬酸及其副产品类产品营收为 6.37 亿元，同比降 33.62%，毛利 2.02 亿元，毛利率为 31.66%。

图 25：公司柠檬酸类及其副产品营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

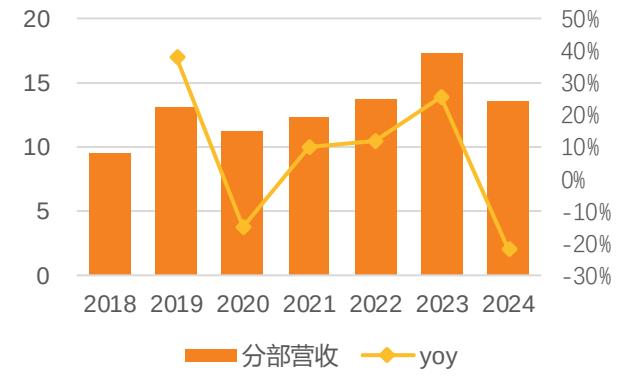
图 26：公司柠檬酸类及其副产品毛利主要受国际贸易环境影响（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

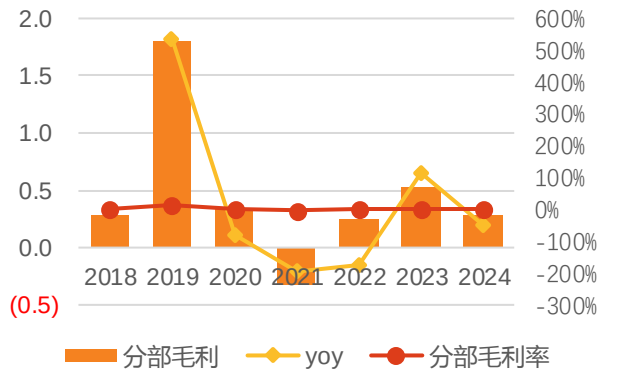
- **味精：**2024 年，公司味精及其副产品营收为 13.53 亿元，同比降 21.80%，毛利 0.28 亿元，毛利率为 2.09%。

图 27：公司味精及其副产品营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：公司味精及其副产品毛利（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

近年来，公司也在推进功能糖产业布局，主要产品为阿洛酮糖。阿洛酮糖是在自然界中天然存在但含量极少的一种稀有单糖，其甜味及口感与蔗糖类似或接近，但其热量却远低于蔗糖，经肠道吸收后几乎不发生代谢、不提供热量，耐受性高，能同时降低小肠对葡萄糖、果糖等糖类的吸收速率，从而减少人体内脂肪的积累，还可以通过多种途径预防肥胖和 II 型糖尿病，在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。此外，阿洛酮糖还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，赋予食品独特的风味和色泽。**2023 年，公司自主研发的阿洛酮糖异构酶已获批国内首个食品工业用酶制剂；2024 年，阿洛酮糖作为新食品原料的审批也在积极推进，截至 24 年年底，进入公开征求意见阶段。根据公司 2025 年度投资计划：公司将待阿洛酮糖作为新食品原料获批后，计划新建阿洛酮糖项目。**

2.3. 生物基可降解材料：打通聚乳酸全产业链，推进合成生物材料 PHA

在生物可降解材料行业，公司主要产品为聚乳酸（PLA），多应用于包装、农业、医疗等领域：

2015 年时，公司在生物基可降解材料的布局便已开始。2015 年，公司子公司吉林中粮生物材料有限公司成立，专注生物基可降解材料——聚乳酸（PLA）的研产销，2019 年聚乳酸原料聚合生产线一次性试车成功，目前拥有 3 万吨/年聚乳酸及制品装置。

2021 年，公司生物可降解材料产业走上产业一体化、产品高端化、技术领先化的高质量发展快车道，由中粮榆树推进聚乳酸原料丙交酯、以及合成生物材料 PHA。中粮生物材料（榆树）有限公司于 2021 年 12 月成立：

- **在聚乳酸领域：**公司为打通聚乳酸全产业链，启动建设年产 3 万吨丙交酯项目。2022 年，项目成功引入战略投资者中国航天科技集团下属航天投资控股有限公司及陕西国华融合产业发展基金合伙企业，实现强强联合，共同打造生物可降解材料产业平台，携手推动产业加快发展。**2025 年，为改善丙交酯价格回落、运输成本等问题，项目将从吉林省榆树市搬迁至安徽蚌埠中粮产业园内建设，预计建设周期自项目批复之日至投料试车共 18 个月。预计本次搬迁将为公司生物可降解材料产业后续规模化发展奠定更好基础。**
- **在 PHA 领域：**PHA（Polyhydroxyalkanoates，聚羟基脂肪酸酯）是一种新型生物基可降解材料，通常是基因工程菌种构造法，生物发酵技术合成的，可胜任大部分合成塑料的用途。2021 年 8 月，公司开始进行 1000 吨/年 PHA 中试装置建设和工艺优化项目（一期），2022 年建成一套 PHA 示范装置，并成功投料试车。此外公司也在加大 PHA 与 PLA 共混合金纤维等技术的研发力度，保持技术先进性。

图 29：中粮生物材料（榆树）有限公司股权结构示意图

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 盈利预测&估值分析&投资建议：

核心假设：

1）玉米价格企稳，公司燃料乙醇非粮原料使用比例增加；

2）淀粉糖、柠檬酸等新项目进展顺利，新产能逐年释放；

3）丙交酯项目搬迁进展顺利，聚乳酸制品使用规模渐增。

表 3：盈利预测

（亿元）		2023	2024	2025E	2026E	2027E
燃料乙醇及其副产品	营业收入	97.04	98.26	98.28	98.55	99.90
	yoy	8.20%	1.26%	0.02%	0.27%	1.37%
	营业成本	93.83	92.06	92.38	92.64	93.91
	yoy	18.03%	-1.88%	0.35%	0.27%	1.37%
	毛利率	3.31%	6.31%	6.00%	6.00%	6.00%
淀粉及其副产品	营业收入	32.77	34.81	29.63	15.79	3.51
	yoy	-1.92%	6.22%	-14.87%	-46.71%	-77.76%
	营业成本	32.29	33.07	28.60	15.24	3.39
	yoy	0.14%	2.43%	-13.53%	-46.71%	-77.76%
	毛利率	1.48%	4.99%	3.50%	3.50%	3.50%
淀粉糖	营业收入	38.98	41.31	54.09	74.67	102.86
	yoy	5.50%	5.99%	30.94%	38.05%	37.75%
	营业成本	36.69	37.49	48.95	67.58	93.09
	yoy	4.59%	2.20%	30.57%	38.05%	37.75%
	毛利率	5.88%	9.25%	9.50%	9.50%	9.50%
味精及其副产品	营业收入	17.30	13.53	11.25	9.75	9.30
	yoy	25.59%	-21.80%	-16.86%	-13.33%	-4.62%
	营业成本	16.77	13.25	11.03	9.48	9.02
	yoy	23.95%	-20.98%	-16.78%	-14.00%	-4.86%
	毛利率	3.10%	2.09%	2.00%	2.75%	3.00%
柠檬酸及其盐类与副产品	营业收入	9.60	6.37	6.40	7.20	7.52
	yoy	-41.31%	-33.62%	0.43%	12.50%	4.44%
	营业成本	6.73	4.36	4.48	5.04	5.26
	yoy	-31.93%	-35.25%	2.87%	12.50%	4.44%
	毛利率	29.94%	31.66%	30.00%	30.00%	30.00%
其他&生物基可降解材料	营业收入	3.14	2.78	2.92	2.92	2.92

	yoy	5.02%	-11.68%	5.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	1.69	1.61	1.75	1.75	1.75
	yoy	8.28%	-4.69%	8.47%	0.00%	0.00%
	毛利率	46.18%	41.92%	40.00%	40.00%	40.00%
其他主营业务	营业收入	4.95	3.47	3.64	3.64	3.64
	yoy	-17.54%	-30.04%	5.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	4.57	3.05	3.20	3.20	3.20
	yoy	-6.42%	-33.32%	5.02%	0.00%	0.00%
	毛利率	7.68%	12.02%	12.00%	12.00%	12.00%
	总营收	203.79	200.53	206.21	212.52	229.65
	yoy	2.31%	-1.60%	2.83%	3.06%	8.06%
	总成本	192.56	184.89	190.39	194.93	209.62
	yoy	9.00%	-3.98%	2.97%	2.38%	7.54%
	毛利率	5.51%	7.80%	7.67%	8.28%	8.72%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计 2025-2027 年，公司实现营收 206.21/212.52/229.65 亿元，归母净利润 1.02/1.64/2.34 亿元，对应 EPS 0.06/0.09/0.13 元/股，对应每股净资产 5.67/5.73/5.80 元/股，2025 年 6 月 27 日股价对应 PB 为 0.98/0.97/0.96x。

估值分析：我们选取 A 股中其他生物能源、食品原料、生物基可降解材料公司作为对标，包括卓越新能、中粮糖业、海正生材。截至 2025 年 6 月 27 日，Wind 一致预期 2025 年 PB 区间在 1.7~1.9x。**我们看好中粮科技作为国内玉米深加工龙头目前持续在探索的以生物科技为核心的可持续发展模式，以及公司未来的红利资产价值，考虑到公司多项业务正处于开启第二发展曲线的初期，给予 2025 年 1.2 倍 PB，对应目标价 6.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

表 4：可比上市公司估值（截至 2025 年 6 月 27 日）

证券代码	证券简称	公司业务	总市值（亿元）	PB 截至 25/6/27	Wind 一致预期 2025E	Wind 一致预期 2026E
600737.SH	中粮糖业	食糖、番茄制品	204	1.8	1.9	1.8
688203.SH	海正生材	生物基可降解材料聚乳酸	26	1.7	1.7	1.6
688196.SH	卓越新能	生物能源生物柴油	54	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险因素

1) **大宗原料市场价格波动风险。**玉米作为公司主要原材料，其价格的大幅波动对公司的成本与业绩存在较大影响。

2) **产业政策风险。**公司生物能源业务与国家能源及减碳政策指导方向密切相关，若未来方向发生较大变化，公司存在未及时调整业务适应新趋势的风险。

3) **新项目进展不及预期。**公司目前拥有多个在建及在布局的新项目，若进展不及预期，或对公司业绩预期带来较大影响。

4) **食品安全风险。**公司拥有食品及食品原料业务，广泛应用于食品饮料、保健品、饲料和化工等领域，若出现食品安全风险，或对公司业绩预期产生较大影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,481.14	1,909.37	1,649.71	2,345.86	1,837.21
应收票据及应收账款	1,039.74	1,003.59	1,287.67	1,073.70	1,477.99
预付账款	225.31	285.29	1,036.88	316.81	1,138.91
存货	2,534.27	2,769.73	3,047.82	2,908.42	3,496.77
其他	754.85	842.05	874.32	809.83	918.60
流动资产合计	**6,035.32**	**6,810.03**	**7,896.40**	**7,454.62**	**8,869.48**
长期股权投资	448.81	458.85	468.85	478.85	488.85
固定资产	8,103.81	8,064.68	7,784.49	7,453.36	7,065.28
在建工程	312.19	350.05	435.04	476.28	507.21
无形资产	602.68	602.10	581.04	559.99	538.93
其他	1,055.06	1,043.13	973.45	981.98	963.77
非流动资产合计	**10,522.55**	**10,518.81**	**10,242.87**	**9,950.46**	**9,564.03**
资产总计	**16,557.86**	**17,328.84**	**18,139.27**	**17,405.08**	**18,433.51**
短期借款	3,216.80	3,999.75	4,336.15	4,000.00	4,095.87
应付票据及应付账款	766.49	728.36	1,001.38	683.24	1,120.38
其他	1,158.51	1,108.47	1,344.48	1,109.15	1,474.09
流动负债合计	**5,141.81**	**5,836.58**	**6,682.01**	**5,792.38**	**6,690.34**
长期借款	165.65	165.10	165.10	165.00	165.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	396.84	411.02	347.95	385.27	381.42
非流动负债合计	**562.48**	**576.12**	**513.05**	**550.27**	**546.42**
负债合计	**5,704.29**	**6,412.71**	**7,195.06**	**6,342.65**	**7,236.75**
少数股东权益	401.96	398.22	399.47	401.49	404.35
股本	1,864.72	1,859.72	1,859.72	1,859.72	1,859.72
资本公积	6,126.24	6,101.66	6,102.40	6,102.40	6,102.40
留存收益	1,784.46	1,809.59	1,871.05	1,969.57	2,109.88
其他	676.19	746.94	711.56	729.25	720.41
股东权益合计	**10,853.57**	**10,916.13**	**10,944.21**	**11,062.43**	**11,196.76**
负债和股东权益总计	**16,557.86**	**17,328.84**	**18,139.27**	**17,405.08**	**18,433.51**

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**20,378.95**	**20,053.36**	**20,621.35**	**21,252.26**	**22,965.14**
营业成本	19,255.71	18,489.46	19,039.25	19,493.16	20,962.43
营业税金及附加	89.11	97.18	103.11	110.51	124.01
销售费用	203.47	193.54	203.18	208.90	224.55
管理费用	585.92	632.82	624.89	641.90	704.75
研发费用	165.28	128.83	145.76	153.04	158.41
财务费用	90.85	89.09	68.81	66.16	61.68
资产/信用减值损失	(594.25)	(458.09)	(425.00)	(493.00)	(557.00)
公允价值变动收益	(32.93)	(8.13)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.55	50.38	20.00	20.00	20.00
其他	43.66	64.91	54.29	59.60	56.94
营业利润	**(572.38)**	**71.51**	**85.64**	**165.19**	**249.24**
营业外收入	40.16	64.43	50.00	51.53	55.32
营业外支出	10.32	6.54	5.00	7.29	6.28
利润总额	**(542.54)**	**129.40**	**130.65**	**209.44**	**298.29**
所得税	73.75	83.70	26.13	41.89	59.66
净利润	**(616.29)**	**45.70**	**104.52**	**167.55**	**238.63**
少数股东损益	(14.66)	20.57	2.09	3.35	4.77
归属于母公司净利润	**(601.63)**	**25.13**	**102.43**	**164.20**	**233.86**
每股收益（元）	(0.32)	0.01	0.06	0.09	0.13

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(616.29)	45.70	102.43	164.20	233.86
折旧摊销	484.21	505.97	546.26	610.95	678.21
财务费用	113.07	104.86	68.81	66.16	61.68
投资损失	(22.60)	(50.38)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	1,169.56	(1,039.23)	(832.77)	599.43	(1,115.15)
其它	830.04	588.90	2.09	3.35	4.77
经营活动现金流	**1,957.98**	**155.81**	**(133.19)**	**1,424.08**	**(156.63)**
资本支出	225.86	480.14	393.07	262.68	303.86
长期投资	0.83	10.03	10.00	10.00	10.00
其他	(799.68)	(866.82)	(713.07)	(552.68)	(593.86)
投资活动现金流	**(572.99)**	**(376.64)**	**(310.00)**	**(280.00)**	**(280.00)**
债权融资	235.29	708.57	259.97	(398.60)	32.28
股权融资	17.50	41.17	(76.44)	(49.33)	(104.30)
其他	(1,132.82)	(238.29)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	**(880.04)**	**511.45**	**183.52**	**(447.93)**	**(72.02)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**504.95**	**290.62**	**(259.66)**	**696.15**	**(508.65)**

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.31%	-1.60%	2.83%	3.06%	8.06%
营业利润	-142.39%	-112.49%	19.76%	92.89%	50.88%
归属于母公司净利润	-156.82%	-104.18%	307.60%	60.31%	42.42%
获利能力					
毛利率	5.51%	7.80%	7.67%	8.28%	8.72%
净利率	-2.95%	0.13%	0.50%	0.77%	1.02%
ROE	-5.76%	0.24%	0.97%	1.54%	2.17%
ROIC	-3.88%	0.47%	0.98%	1.40%	2.02%
偿债能力					
资产负债率	34.45%	37.01%	39.67%	36.44%	39.26%
净负债率	18.11%	21.39%	26.71%	17.13%	22.30%
流动比率	1.17	1.17	1.18	1.29	1.33
速动比率	0.68	0.69	0.73	0.78	0.80
营运能力					
应收账款周转率	17.82	19.63	18.00	18.00	18.00
存货周转率	6.47	7.56	7.09	7.14	7.17
总资产周转率	1.18	1.18	1.16	1.20	1.28
每股指标（元）					
每股收益	-0.32	0.01	0.06	0.09	0.13
每股经营现金流	1.05	0.08	-0.07	0.77	-0.08
每股净资产	5.60	5.66	5.67	5.73	5.80
估值比率					
市盈率	-17.26	412.21	101.13	63.09	44.29
市净率	0.99	0.98	0.98	0.97	0.96
EV/EBITDA	10.86	7.79	8.97	6.95	6.30
EV/EBIT	16.98	11.23	14.35	10.75	9.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com