

农林牧渔

2025年10月29日

一致魔芋 (920273)

——Q3收入较快增长，毛利率实现筑底，新产能将陆续投产

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2025年10月29日

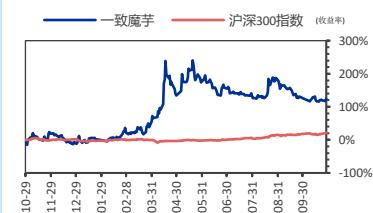
收盘价 (元)	36.94
一年内最高/最低 (元)	84.00/18.25
市净率	5.9
股息率% (分红/股价)	1.35
流通 A 股市值 (百万元)	2,503
上证指数/深证成指	4,016.33/13,691.38

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年09月30日

每股净资产 (元)	6.30
资产负债率%	14.28
总股本/流通 A 股 (百万)	103/68
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818 x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- **公司发布 2025 年三季报：**公司 25Q1~Q3 实现收入 5.69 亿元，同增 30.5%；归母净利 0.62 亿元，同增 0.5%；扣非归母 0.56 亿元，同减 2.9%。25Q3 实现收入 2.10 亿元，同增 20.5%；归母净利 0.21 亿元，同减 25.6%；扣非归母 0.21 亿元，同减 25.6%。公司 25 年前三季度利润低于市场预期，主要因去年同期转回约 1038 万存货跌价准备，形成高基数，叠加今年额外新增约 531 万股份支付，如剔除前述因素影响，公司 25 年前三季度收入同比+30.4%，符合市场预期。

投资要点：

- **25Q3 收入端：魔芋食品延续高增势头，魔芋粉业务增速平稳。**公司魔芋休闲食品、茶饮小料、魔芋食材等产品直接受益于健康化饮食趋势，保持高速增长态势；公司魔芋粉业务应用领域广泛，公司市占率高，收入规模随行业需求增长而增长。
- **25Q3 盈利端：毛利率实现筑底回，研发费率及管理费率略有增长。**25Q3 公司毛利率 20.0%，同比-5.3Pcts，环比+1.4Pcts，主要系公司低价原料在今年一季度消耗完，自 Q2 起使用高价原料，高价原料价格涨幅难以完全传到给客户，致 Q2 毛利率大幅下行。进入 Q3，前期在观望的客户认可新价格并陆续下单，毛利率实现筑底回升。Q3 销售/管理/研发费用率分别为 2.6%/2.2%/4.0%，分别同比+0.0/+0.6/+0.5Pcts，其中新增的管理费用主要用于股份支付，研发费率随研发项目增多而增长，公司探索魔芋在慢病管理、体重管理等高附加值领域应用潜力。
- **新产能将陆续释放，助力公司把握市场机遇。**公司 9 月公告，茶饮小料年产能已达到约 60000 吨，将根据市场反馈逐步提升至 80000 吨，新增产能涵盖蒟蒻 QQ 球、成品冻等新品，将加深与蜜雪冰城等大客户绑定；公司在建亲水胶体产业园，一期项目预计 2026 年 6 月达到预定可使用状态，主要新增卡拉胶等胶体产能，增强公司胶体解决方案能力；因鲜魔芋上市集中在 Q4，公司魔芋精深加工智能制造生产线改扩建技改项目延长至 25 年 12 月达产，魔芋粉年产能将从 5700 吨增加至 1.02 万吨。
- **下调 25 年盈利预测，维持“增持”评级。**考虑到 25 年新增股份支付费用，下调公司 25 年利润预测，维持 26-27 年不变，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 0.93/1.26/1.74 (25 年原值为 0.98 亿元)。在全球健康消费浪潮下，魔芋粉作为一种低热量、高膳食纤维的功能性原料，应用场景将不断拓展，公司卡位魔芋粉精深加工环节，具备原料直采、规模生产和创新优势，有望在行业竞争中胜出。公司最新市值 (25/10/29 收盘) 对应 25-27 年 PE 分别为 41/30/22 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**魔芋粉销售不及预期；魔芋食品销售不及预期；原料供应稳定性风险等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	617	569	790	1,019	1,282
同比增长率 (%)	28.8	30.5	28.1	29.0	25.8
归母净利润 (百万元)	87	62	93	126	174
同比增长率 (%)	64.4	0.5	6.9	35.7	38.4
每股收益 (元/股)	1.19	0.71	0.90	1.22	1.69
毛利率 (%)	26.7	21.1	23.6	24.0	25.3
ROE (%)	14.0	9.6	13.7	16.1	18.7
市盈率	44			41	30
					22

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司的所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	479	617	790	1,019	1,282
其中：营业收入	479	617	790	1,019	1,282
减：营业成本	378	452	603	774	957
减：税金及附加	2	2	3	4	5
主营业务利润	99	163	184	241	320
减：销售费用	17	21	26	34	41
减：管理费用	16	17	28	29	35
减：研发费用	18	24	30	39	47
减：财务费用	-1	-2	2	4	5
经营性利润	49	103	98	135	192
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-1	-1	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-13	-6	0	0	0
加：投资收益及其他	16	7	8	8	8
营业利润	50	103	106	144	199
加：营业外净收入	9	-4	0	0	0
利润总额	59	99	106	144	199
减：所得税	6	12	13	18	25
净利润	53	87	93	126	174
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	53	87	93	126	174

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaoazhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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資目标、财务状况或需要。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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形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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。