

2025 年 12 月 05 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 控股结构完成调整，高附加值业务与产业协同推动成长加速

## —华资实业（600191.SH）公司事件点评报告 买入（首次）事件

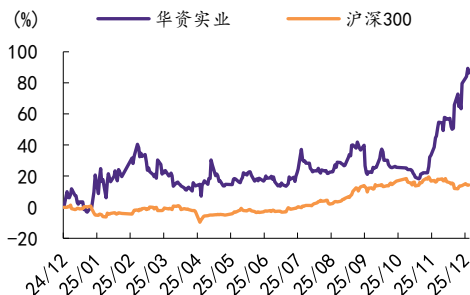
分析师：娄倩 S1050524070002  
louqian@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-12-04

当前股价（元）	12.34
总市值（亿元）	60
总股本（百万股）	485
流通股本（百万股）	485
52 周价格范围（元）	6.1-12.34
日均成交额（百万元）	126.35

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

华资实业发布 2025 年第三季度财报。2025 年前三季度公司实现营业收入 4.15 亿元，同比增长 0.27%，净利润 0.57 亿元，同比增长 31.94%。第三季度单季度营业收入 1.94 亿元，同比增长 17.96%，净利润 0.53 亿元，同比增长 46.16%。

中裕科技投资以支付现金的方式对盛泰创发增资 130,000 万元，取得盛泰创发增资后 55%的股权，通过盛泰创发间接控制华资实业 29.90%的股份。

### 投资要点

■ 控股股东结构调整基本完成，中裕食品成为实际控制力量。

2025 年 4 月，盛泰创发进一步引入滨州中裕科技投资发展有限公司（“中裕科技”）作为控股股东层面的主导力量，中裕科技以 13 亿元现金对盛泰创发增资并取得其 55%的股权，从而间接控制华资实业约 29.9%的股本。中裕科技为中裕食品全资子公司，而中裕食品系国内领先的小麦深加工企业，2024 年实现收入 130.83 亿元、净利润 10.03 亿元，主营业务覆盖小麦全产业链，具备百万吨级加工能力及较强产业协同能力。

■ 谷朮粉、酒精等传统业务与中裕协同推进，同业竞争化解为利润提升创造空间。

公司主营业务收入以粮食深加工业务为核心，2025 年上半年，相关业务营收占公司营业收入的 86.17%，其中谷朮粉、食用酒精产品贡献了主要的收入。随着中裕食品成为实控层主导力量，两家公司在谷朮粉与酒精业务上存在的同业竞争预计将在 2028 年 4 月前完成协调解决。中裕食品在谷朮粉与酒精行业深耕多年，拥有较成熟的高端销售渠道与客户资源，将为华资实业打开更广阔的市场空间，尤其在高附加值领域有望加速放量。此外，中裕在生产组织、人员管理、工艺优化等方面积累了较强的运营管理能力，未来将通过管理输出提升华资实业相关业务的生产效率与盈利能力。整体来

看，随着同业竞争化解与协同体系落地，传统业务的营收能力与利润水平均具备改善空间，有望成为公司中短期盈利修复的重要支撑。

### ■ 黄原胶、抗性糊精产线逐步落地，业务结构向高附加值方向延伸。

在传统谷朊粉与食用酒精之外，公司正通过黄原胶与抗性糊精两条新品线向高附加值生物材料与功能性食品延伸。黄原胶项目于 2023 年 8 月开始建设，2024 年 4 月增加投资建设，年产能可达 2 万吨。该品类属于高附加值工业与食品配料，国内外需求覆盖食品、石油钻采、医药等多个行业。但公司目前来自黄原胶的收入较少，主要原因在于投产时间短、市场开拓与客户认证尚在推进阶段。短期内，该产品对公司整体营收贡献有限，但从中长期看，若产能爬坡顺利、产品质量与稳定供给能力得到市场认可，黄原胶有望提高单吨毛利并改善产品组合。

在抗性糊精方面，子公司裕维生物已对部分生产线实施技术改造，新产线进入联合调试阶段。抗性糊精属于功能性膳食纤维，在食品、保健品及医药等领域的应用增长迅速，市场对高纯度、高溶解性产品有明确偏好。我们判断，抗性糊精投产后预计将显著提升资产产出效率，有助于公司向“深加工+高附加值”转型。

### ■ 中裕食品多维度赋能逐步落地，协同效应推动公司进入成长加速期。

中裕食品控股华资实业后，其食品业务未来三年将从多维度为华资实业带来增长。首先，在存量业务方面，中裕食品预计在未来三年会通过资产转让、委托管理、关闭或停止相关业务、剥离等方式整合与华资实业的同业业务，提升运营效率。并且中裕食品的管理能力和粮食加工方向的研发能力有望帮助公司改善其现有谷朊粉与酒精业务盈利承压的状态。其次，在新业务拓展方面，随着中裕渠道及客户资源的导入，华资实业有望进一步渗透农化、油服等毛利更高的下游市场，提升产品结构。同时，在产业链方面，中裕食品在小麦全产业链的原料采购规模与议价能力可在未来帮助公司降低原料成本。最后，中裕食品在餐饮、商超及加工渠道拥有成熟的销售网络和品牌影响力，公司可通过渠道共享与品牌协同提升产品市场渗透率，尤其有助于黄原胶、抗性糊精等新产品加速放量，推动公司收入规模稳步扩张。

### ■ 盈利预测

公司控股权结构调整基本完成，中裕食品成为实际控制力量，有望在未来三年强化公司在谷朊粉、酒精等存量业务的运营效率，并推动黄原胶、抗性糊精等新品线的产业化落地。中裕在原料采购、渠道拓展与管理体系方面具备优势，

产业链协同将帮助公司降低成本并扩展产品市场空间。预测公司 2025-2027 年收入分别为 6.34、11.19、15.14 亿元，EPS 分别为 0.17、0.25、0.30 元，当前股价对应 PE 分别为 70.9、50.1、40.5 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

业务扩展不及预期风险、国储糖项目用地风险、产品价格波动风险、原材料成本波动风险、新品放量不及预期风险、产业协同落地产能整合不及预期风险、食品安全风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	516	634	1,119	1,514
增长率（%）	-19.1%	23.0%	76.5%	35.2%
归母净利润（百万元）	25	84	119	148
增长率（%）	34.8%	231.8%	41.5%	23.5%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.17	0.25	0.30
ROE（%）	1.6%	5.0%	6.8%	8.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>516</b>	<b>634</b>	<b>1,119</b>	<b>1,514</b>
现金及现金等价物	42	7	120	195	营业成本	473	486	897	1,224
应收款	17	35	46	50	营业税金及附加	5	6	11	15
存货	35	57	65	75	销售费用	2	2	2	3
其他流动资产	76	82	112	121	管理费用	47	44	67	88
流动资产合计	169	181	343	441	财务费用	10	13	22	26
<b>非流动资产：</b>					研发费用	0	0	0	0
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	59	59	92	117
固定资产	93	739	704	699	资产减值损失	-1	-1	0	0
在建工程	726	81	85	56	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	32	30	27	25	投资收益	21	26	31	28
长期股权投资	982	1,029	1,029	1,029	<b>营业利润</b>	<b>34</b>	<b>103</b>	<b>144</b>	<b>180</b>
其他非流动资产	196	196	196	196	加：营业外收入	0	1	3	1
非流动资产合计	2,030	2,075	2,041	2,005	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,200	2,256	2,384	2,446	<b>利润总额</b>	<b>33</b>	<b>103</b>	<b>146</b>	<b>180</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	8	19	26	32
短期借款	41	96	128	139	<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>84</b>	<b>119</b>	<b>148</b>
应付账款、票据	250	150	174	136	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	94	94	94	94	<b>归母净利润</b>	<b>25</b>	<b>84</b>	<b>119</b>	<b>148</b>
流动负债合计	388	343	399	373					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
长期借款	0	50	50	50	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	174	174	174	174	营业收入增长率	-19.1%	23.0%	76.5%	35.2%
非流动负债合计	174	224	224	224	归母净利润增长率	34.8%	231.8%	41.5%	23.5%
负债合计	561	567	623	597	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	8.3%	23.4%	19.9%	19.1%
股本	485	485	485	485	四项费用/营收	11.4%	9.3%	8.2%	7.7%
股东权益	1,638	1,689	1,761	1,849	净利率	4.9%	13.3%	10.7%	9.7%
负债和所有者权益	2,200	2,256	2,384	2,446	ROE	1.6%	5.0%	6.8%	8.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	资产负债率	25.5%	25.1%	26.1%	24.4%
净利润	25	84	119	148	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.6
折旧摊销	13	11	75	72	应收账款周转率	29.9	18.3	24.3	30.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	13.6	8.7	14.0	16.6
营运资金变动	101	-145	-25	-60	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	139	-50	170	159	EPS	0.05	0.17	0.25	0.30
投资活动现金净流量	-50	-48	32	33	P/E	235.2	70.9	50.1	40.5
筹资活动现金净流量	-125	71	-16	-48	P/S	11.6	9.4	5.3	4.0
现金流量净额	-35	-26	186	144	P/B	3.7	3.5	3.4	3.2

资料来源：Wind、华鑫证券研究

农业轻纺组介绍

姜倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券  
司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。