

## 华资实业 (600191.SH) 中裕赋能启新程，业务升级塑价值

2026年03月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

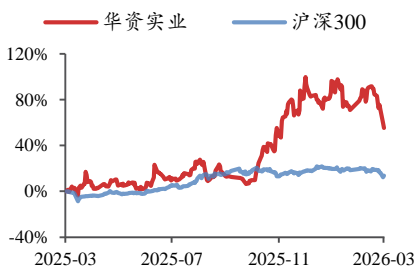
zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

日期	2026/3/24
当前股价(元)	10.89
一年最高最低(元)	14.24/6.51
总市值(亿元)	52.81
流通市值(亿元)	52.81
总股本(亿股)	4.85
流通股本(亿股)	4.85
近3个月换手率(%)	131.28

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 中裕赋能启新程，业务升级塑价值，首次覆盖给予“增持”评级

2025年中裕食品入主华资实业后，从管理、产品、渠道、中长期等多维度对华资深层次赋能，公司传统主业盈利改善确定性强，高附加值新业务将进入产能释放期，中长期依托生物科技赛道打开成长天花板。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.7亿元、1.4亿元、2.1亿元，EPS分别为0.14、0.29、0.43元，当前股价对应PE分别为77.4、39.1、25.9倍，首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 华资实业：从制糖向粮食深加工转型，2025年中裕完成间接控股

华资实业前身为包头糖厂，1998年上市成为全国甜菜制糖行业唯一上市公司，2022年启动粮食深加工转型，形成年产能谷朊粉3万吨、食用酒精6万吨。2023年起在深加工基础上，新增高附加值产线，实现年产能黄原胶2万吨和抗性糊精2万吨。2025年中裕食品完成入主，开启全方位赋能加持，华资开启发展新篇章。

### ● 中裕食品：小麦全产业链龙头公司，中长期发力生物科技赛道

中裕食品深耕小麦产业二十余年，是国内小麦全产业链龙头企业之一，年营收已突破百亿元。初加工环节面粉挂面产销量全国领先；深加工环节聚焦谷朊粉、酒精、小麦蛋白肽等深加工产品；下游渠道构建C端零售+B端大客户的多元化体系。中长期将以阿拉伯木聚糖为战略转型的核心抓手，推动企业向生物科技转型。

### ● 股东赋能：中裕多维深层次赋能，华资重塑远期成长空间

中裕入主华资后，开启管理、产品、渠道、中长期战略方面的多维全方面赋能：管理层面，通过核心管理团队入驻优化公司治理结构，制定清晰聚焦的发展战略；产品层面，导入高纯度谷朊粉、特级食用酒精等技术，推动主业升级提升，新业务黄原胶、抗性糊精引入产线技改，切入高端赛道，打造中期业绩增长引擎；渠道层面，导入B端头部客户资源、线下终端及海外渠道等，帮助华资实现产品规模化放量；中长期战略层面，未来将推动华资从传统粮食加工企业向高成长型生物科技企业转型，实现成长空间的显著跃升。

### ● 风险提示：原料涨价风险、食品安全风险、新业务拓展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	637	516	659	1,025	1,503
YOY(%)	73.0	19.1	27.7	55.5	46.7
归母净利润(百万元)	19	25	70	139	210
YOY(%)	111.4	34.8	176.0	98.1	50.7
毛利率(%)	8.6	8.3	11.7	19.3	24.7
净利率(%)	3.0	4.9	10.7	13.6	13.9
ROE(%)	1.2	1.6	4.1	7.5	10.2
EPS(摊薄/元)	0.04	0.05	0.14	0.29	0.43
P/E(倍)	288.0	213.6	77.4	39.1	25.9
P/B(倍)	3.5	3.3	3.2	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 华资实业：从制糖转型粮食深加工，中裕入主开启新篇章.....	3
1.1、 历史：从单一制糖转型多元化粮食深加工.....	3
1.2、 管理：中裕完成间接控股，管理团队实现重组.....	4
1.3、 财务：业绩逐步改善，产品结构转型深化.....	5
2、 中裕食品：小麦全产业链龙头，中长期发力生物科技.....	7
2.1、 背景：深耕小麦行业二十余载，打造全产业链循环.....	7
2.2、 产业：一二三产深度协同，构筑小麦全产业链核心壁垒.....	8
2.3、 中长期：精深加工为核心突破，阿拉伯木聚糖打开成长天花板.....	9
3、 股东赋能：中裕多维深层赋能，华资重塑成长价值.....	10
3.1、 管理赋能：优化治理结构，提升运营效率.....	10
3.2、 主业赋能：升级产品结构，筑牢收入基本盘.....	11
3.3、 渠道赋能：共享全域资源，加速产品放量.....	11
3.4、 中长期赋能：从深加工转型生物科技，新业务有望带来显著增量.....	12
4、 盈利预测与投资建议.....	13
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1： 华资实业从单一制糖转型多元化粮食深加工.....	4
图 2： 中裕食品完成间接控股华资实业.....	5
图 3： 2025 年前三季度公司营收同比增长 0.27%.....	6
图 4： 2025 年前三季度归母净利润同比增长 31.9%.....	6
图 5： 谷朊粉和酒精为传统核心主业.....	7
图 6： 谷朊粉和酒精营收占比超 90%.....	7
图 7： 黄原胶和抗性糊精新业务有望打开未来盈利空间.....	7
图 8： 2024 年中裕食品营收达 130.8 亿元.....	8
图 9： 2024 年中裕食品归母净利润达 9.7 亿元.....	8
图 10： 中裕食品构筑小麦全产业链核心壁垒.....	9
图 11： 阿拉伯木聚糖为生物医药领域的重要原料.....	10
图 12： 未来中长期持续发力小麦精深加工产品.....	10
图 13： 2024 年两大主业合计营收占比超 90%.....	11
图 14： 谷朊粉和酒精业务毛利率较低.....	11
图 15： 中裕食品合作便利店超 800 家.....	12
图 16： 中裕食品团餐店数量达 260 多家.....	12
表 1： 中裕食品高管进入华资实业.....	5
表 2： 收入拆分预测表.....	13
表 3： 可比公司估值：华资实业估值高于行业平均水平.....	14

## 1、华资实业：从制糖转型粮食深加工，中裕入主开启新篇章

### 1.1、历史：从单一制糖转型多元化粮食深加工

公司的发展历程可划分为四大核心阶段，实现了从单一制糖企业向多元化粮食深加工企业的跨越，2025年迎来中裕食品控股的全新发展周期：

**1952-1955年：初创与基础巩固阶段。**公司前身为包头糖厂，是国家“一五”期间156个重点建设项目的配套工程之一，成立之初是解决华北地区人民食糖供应不足的问题。1952年公司正式筹建，通过多地调研和试种甜菜确定原料基地，1955年正式建成投产，并引进当时国外先进水平的成套甜菜制糖设备，成为早期北方建厂最早、规模最大的大型机制糖厂，开启了规模化制糖的历史。

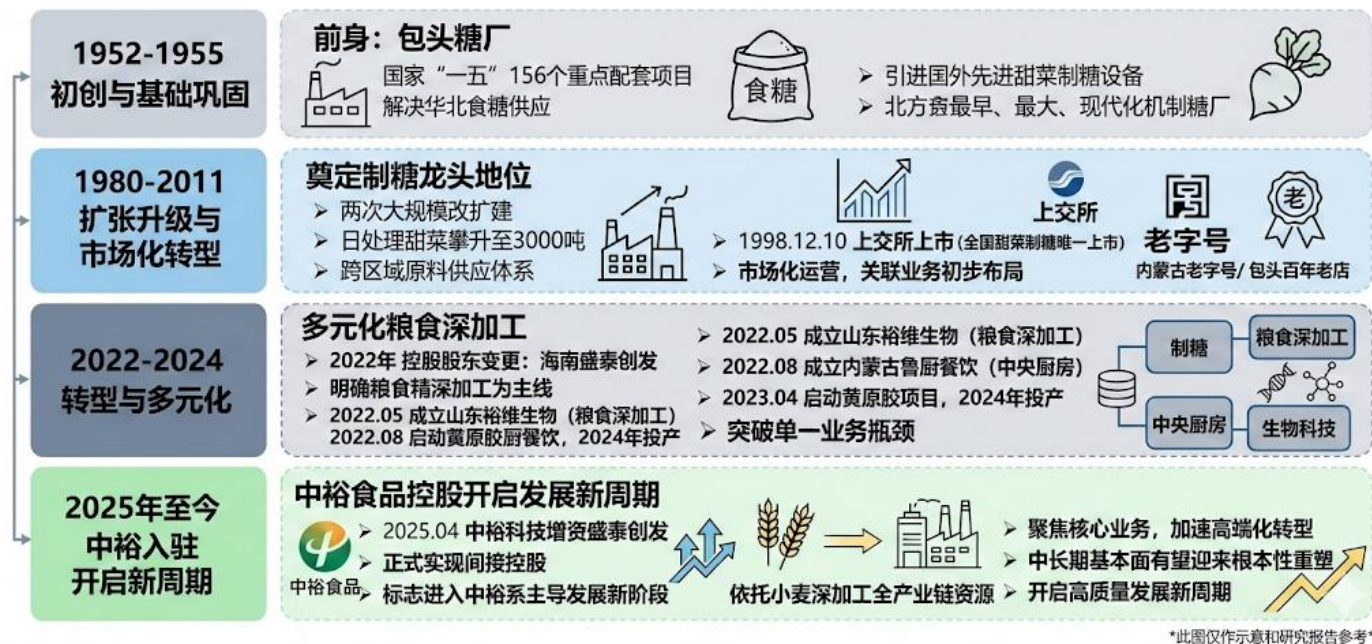
**1980-2011年：扩张升级与市场化转型阶段。**上世纪80年代以来，公司启动两次大规模改扩建工程，生产能力大幅提升，日处理甜菜规模从1000吨逐步攀升至3000吨，原料种植范围从包头周边延伸至呼和浩特、巴彦淖尔等地区，形成了规模化原料供应体系，奠定了全国甜菜制糖行业的龙头地位。1998年12月10日公司在上海证券交易所上市，成为全国甜菜制糖行业唯一上市公司。上市后公司逐步向市场化运营转型，巩固制糖主业的同时，初步布局粮食贸易、仓储物流等相关业务。2012年公司获评首批“内蒙古老字号企业”，2016年获“包头百年老店”称号，品牌底蕴持续积淀。

**2022-2024年：转型与多元化阶段，突破单一业务瓶颈。**2022年公司控股股东变更为海南盛泰创发，由于制糖业务收缩明显，新股东明确将粮食精深加工作为发展主线，并推动公司启动实质性转型，同年5月成立全资子公司山东裕维生物科技有限公司，切入粮食深加工领域，突破制糖单一赛道；同年8月成立内蒙古鲁厨餐饮管理有限公司，布局中央厨房业务；2023年4月启动黄原胶项目，2024年建成投产填补地方生物发酵空白，进一步完善高附加值产品矩阵。此阶段公司业务形成制糖、粮食深加工、生物科技等多板块并行格局。

**2025年至今：中裕食品入驻公司，开启发展新周期。**2025年4月，中裕食品通过旗下中裕科技对公司控股股东盛泰创发实施增资，成功实现对公司的间接控股。股权变更标志着公司正式进入中裕系主导的发展新阶段，依托中裕食品在小麦深加工领域积淀的全产业链资源与核心竞争力，公司未来将聚焦核心业务发展，并加速高端化转型，中长期基本面有望迎来根本性重塑，开启高质量发展新周期。

图1：华资实业从单一制糖转型多元化粮食深加工

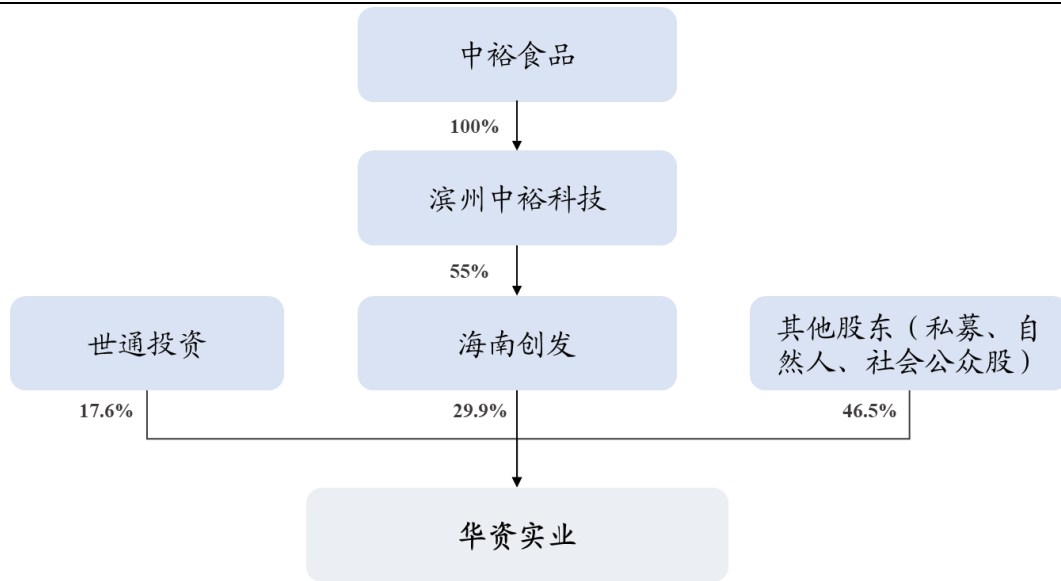
## 华资实业历史发展图谱 ——从单一制糖向多元化粮(深加工)跨越，迎来中裕控股将新周期



资料来源：公司公告、包头市民营经济促进会公众号、华资实业公众号、开源证券研究所

### 1.2、管理：中裕完成间接控股，管理团队实现重组

中裕食品完成对华资实业的间接控股。公司原第一大股东为海南盛泰创发，共持有公司 29.9% 的股份，2025 年 4 月 15 日，海南盛泰创发与中裕食品旗下全资子公司滨州中裕科技投资签署《增资协议》，中裕科技投资以 13 亿元现金对盛泰创发实施增资，增资完成后中裕科技投资持有盛泰创发 55% 的绝对控股权，并主导盛泰创发的经营决策，实现对华资实业的间接控股。公司股权集中度较高且结构简洁，利于提升决策效率，中裕系入驻后公司将进入产业协同发展新阶段。

**图2：中裕食品完成间接控股华资实业**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

**中裕高管进入华资，加速产业协同落地。**公司控制权变更后，中裕系已完成核心管理团队的派驻与改组，并实现对华资实业经营决策的全面掌控，将为公司稳定发展及产业协同落地提供坚实支撑。从管理层人员来看，公司董事长为张志军，其同时担任中裕食品总经理，在农业及粮食深加工领域深耕多年，具备丰富的产业链生产运营与市场化拓展经验，入驻后将推进核心业务整合与生产工艺升级；总经理为刘福安，负责多个领域的销售网络与客户资源，推动公司业务与中裕客户的对接融合，提升销售端协同效能；副总经理胡忠林在公司任职多年，熟悉公司生产流程、业务布局及内部管理架构，有助于协助中裕系与公司原有业务、资产、团队的融合。

**表1：中裕食品高管进入华资实业**

姓名	职位	简介
张志军	董事长,董事	现任滨州中裕食品有限公司总经理，滨州市政协常委，山东农业贸易促进会会长、山东省民营企业家协会副会长、山东省精品旅游促进会副会长。
刘福安	董事	曾任云南金品经贸有限公司市场经理，山东西王食品有限公司销售经理，滨州中裕食品有限公司销售总监，滨州中裕麦业有限公司销售总监,2022年5月至今担任华资实业董事，副董事长，总经理。
胡忠林	副总经理	曾在包头市印染厂，包头信华印染有限公司，内蒙古赛立特尔（集团）有限公司工作。2010年11月任包头华资实业股份有限公司总经理助理，2017年5月聘为公司副总经理。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、财务：业绩逐步改善，产品结构转型深化

**公司业绩扭亏为盈，中裕入主有望带动业绩快速增长。**2021年及以前，公司业绩持续承压且波动明显，核心症结在于业务结构单一且受行业周期拖累。2022-2024年公司股权变更后开启业务战略转型，正式确立粮食深加工为主导的发展主线，摆脱传统制糖业务的拖累，净利润在2023-2024年成功实现扭亏为盈。2025年中裕食品通过间接控股完成对华资实业的全面赋能，从产业链、渠道、管理等多维度重塑公司竞争优势，推动业绩实现提升和突破，2025年前三季度，公司实现营收4.15亿

元，同比增长 0.27%，归母净利润 0.57 亿元，同比增长 31.9%。

图3：2025 年前三季度公司营收同比增长 0.27%

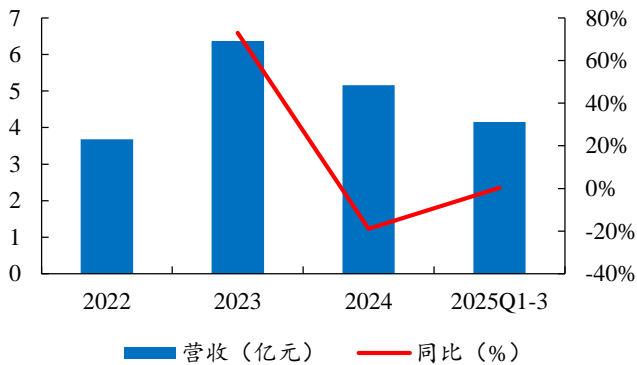
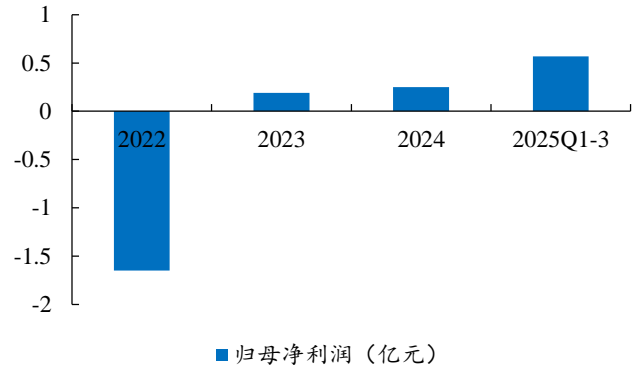


图4：2025 年前三季度归母净利润同比增长 31.9%



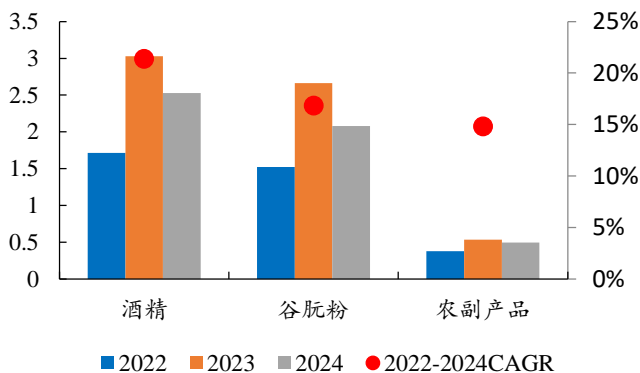
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司产品结构多次迭代，从传统制糖向粮食深加工转型。**公司产品结构历经多次迭代，1998-2022 年公司核心产品为甜菜制糖，该业务长期为公司唯一营收与利润来源，但受内蒙古地区甜菜种植产业萎缩影响，核心原材料供应断裂，叠加经营管理问题，2022 年甜菜制糖业务全面停摆，公司濒临退市困境。2022 年海南创发入驻后，推动公司全面转型粮食深加工，核心布局谷朊粉、食用酒精两大产品，均通过小麦精深加工制成，成为公司现阶段的基础主业，目前谷朊粉年产能 3 万吨、酒精年产能 6 万吨。2023 年起公司在粮食深加工基础上，新增高附加值新业务，投资 6 亿元建设 2 万吨黄原胶产线，2024 年 12 月子公司裕维生物通过对现有生产线进行技术改造，新增 2 万吨抗性糊精产线，两大功能性产品成为新的盈利增长点，目前两大产品均完成产线建设并逐步投产。

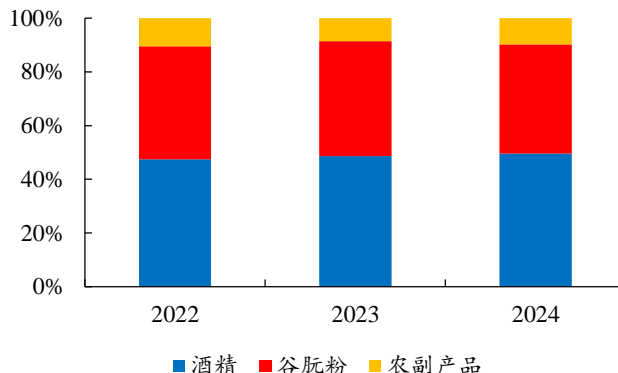
**分业务情况来看，谷朊粉和酒精为传统核心主业，黄原胶和抗性糊精新业务打开盈利增量。**谷朊粉和酒精为公司当前营收支柱，其中食用酒精应用场景为日化美妆、食品加工、消毒等领域，主要客户为化妆品公司企业等，2024 年营收 2.5 亿元，营收占比 49.5%。谷朊粉业务应用场景为食品加工领域，主要客户为食品原料商、终端生产企业，2024 年营收 2.1 亿元，营收占比 40.8%。新增业务中，黄原胶是公司现阶段成熟的高附加值新业务，产品分为工业级和食品级，工业级应用于石油开采领域，食品级覆盖食品、美妆、医用多场景，毛利率远高于传统业务，是 2025 年利润增长的核心引擎；抗性糊精作为功能性糖产品，主要应用于饮料、功能性食品等，投产初期营收贡献较小，但产线灵活、毛利率潜力大，是公司未来重要的业务布局，2026 年有望进入增长期。

图5：谷朮粉和酒精为传统核心主业



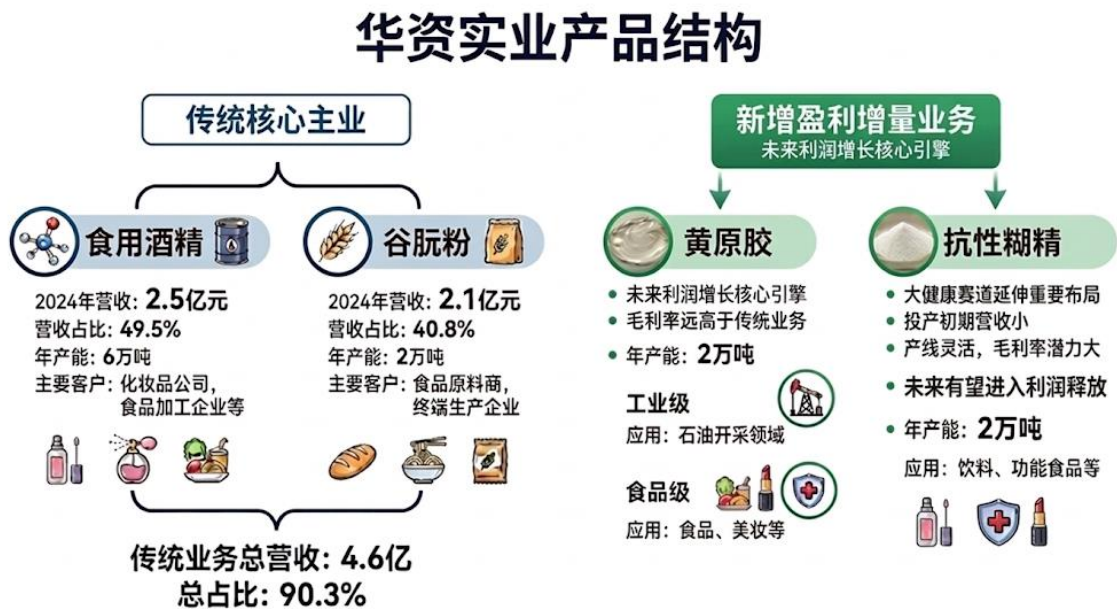
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：谷朮粉和酒精营收占比超90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：黄原胶和抗性糊精新业务有望打开未来盈利空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、中裕食品：小麦全产业链龙头，中长期发力生物科技

### 2.1、背景：深耕小麦行业二十余载，打造全产业链循环

中裕食品是国内小麦全产业链龙头企业之一，在行业内已深耕二十余年。中裕食品成立于2003年10月，总部位于山东省滨州市，是一家以小麦全产业链运营为核心的综合性食品企业，其深耕小麦行业数十年，年营收已突破100亿元，是全国农业产业化重点头部企业之一，也是国内拥有完整小麦产业链的企业之一。早期以初加工产品为主，逐步成长为全国小麦循环经济产业链标杆企业。

中裕食品营收与利润持续稳步增长，展现出强劲的成长韧性。2024年公司实现

营业收入 130.8 亿元，同比增长约 17.0%；实现净利润 9.7 亿元，同比增长约 24.3%，净利润增速高于营收增速，主要得益于深加工产品与功能性产品放量，产品结构优化推动毛利率提升。2022-2024 年，公司营收复合增长率约 16%，净利润复合增长率约 22%，处于行业领先水平。

图8：2024 年中裕食品营收达 130.8 亿元

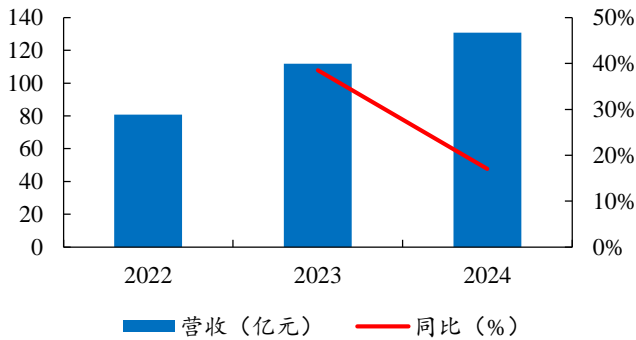
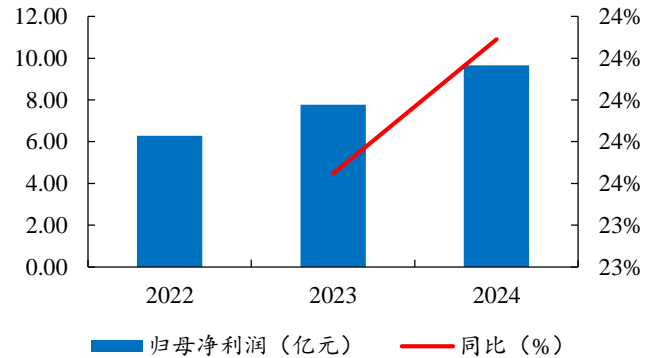


图9：2024 年中裕食品归母净利润达 9.7 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、产业：一二三产深度协同，构筑小麦全产业链核心壁垒

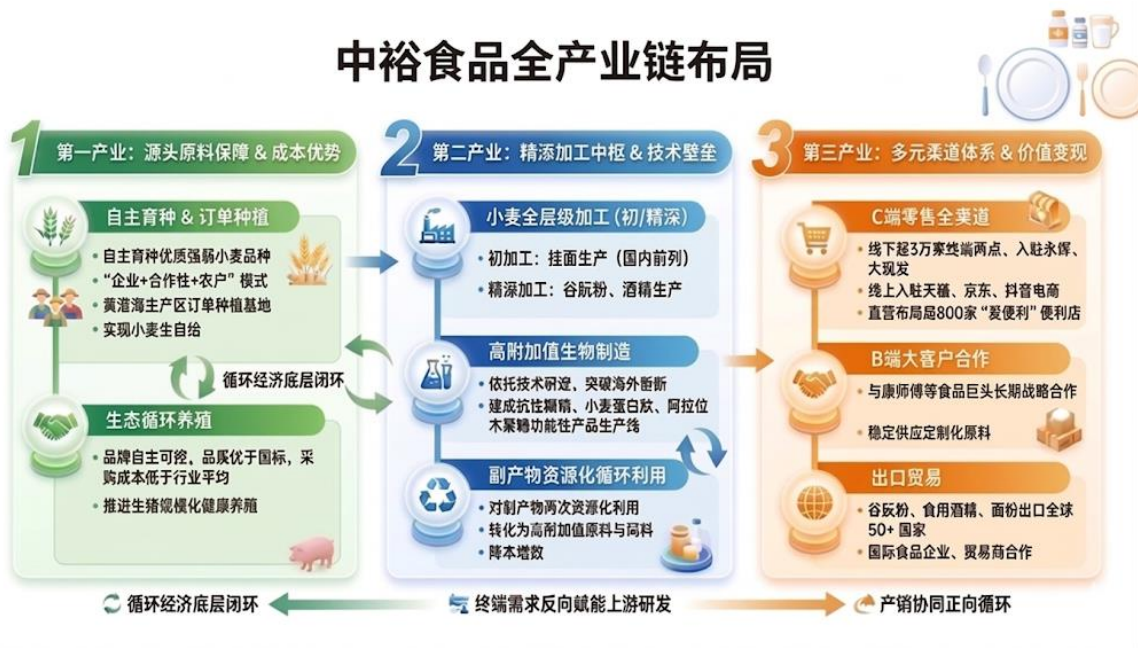
中裕食品构建了国内标杆性的小麦全产业链，形成一产筑基础、二产提价值、三产拓空间的协同发展格局，打破传统小麦企业抗周期能力弱的行业痛点，从原料、技术、产品到渠道品牌构筑了全链条核心竞争力，为业绩长期增长与战略转型提供了底层支撑。

**第一产业以自主育种+订单种植为核心，配套生态循环养殖业务，从源头筑牢原料安全与成本护城河。**中裕自主培育优质强筋小麦品种，通过“企业+合作社+农户”模式在黄淮海主产区布局 270 万亩订单种植基地，实现小麦品种完全自主可控，原料品质优于国标、采购成本长期低于行业平均水平。同时一产配备了年出栏 60 万头的规模化生猪养殖基地，主要承接加工副产物转化的液态饲料，实现了加工废弃物的资源化利用，形成种养结合的循环经济闭环。

**第二产业以精深加工和提升小麦附加值为核心，是全产业链的价值中枢与技术壁垒载体。**中裕食品的第二产业，聚焦小麦全层级加工、高附加值生物制造、副产物资源化循环利用三大板块。初加工环节面粉和挂面生产规模均位居国内前列；精深加工环节依托技术积淀，中裕突破了海外技术垄断，建成了小麦蛋白肽、阿拉伯木聚糖等功能性产品生产线；副产物循环是对初加工、精深加工产生的副产物进行再次资源化利用，将全流程加工废弃物转化为高附加值原料与饲料，实现降本增效。

**第三产业构建 C 端零售+B 端大客户+出口贸易的多元化渠道体系，打通全产业链价值变现。**分渠道来看，C 端核心是全渠道布局和品牌运营，线下与大润发、家乐福等大型超市合作，覆盖销售网点 2.2 万家，社区终端店 30 万家；线上入驻天猫、京东、抖音等主流电商平台。B 端与康师傅等食品工业巨头建立长期战略合作，稳定供应定制化原料。出口贸易将谷朊粉、食用酒精等核心产品出口至全球 50 多个国家和地区，与多家国际食品企业、贸易商达成了长期战略合作。多元化渠道体系帮助中裕形成产销协同的正向循环，持续拓宽公司增长边界。

图10：中裕食品构筑小麦全产业链核心壁垒



数据来源：滨州市粮食和物资储备局公众号、中国企业报公众号、开源证券研究所

中裕食品依托成熟可复制的小麦全产业链闭环模式，已正式迈入全国化扩张的发展阶段，模式有望向其他省份复制。未来中裕计划在全国核心小麦主产区规模化推广全产业链模式，打造区域协同的产业集群，推动公司从山东区域龙头向全国性农业产业集团全面升级；同时中裕计划启动数字化转型，与国家农业信息化工程技术研究中心开展战略合作、联合浪潮集团搭建大数据信息管理系统，实现种植、加工、养殖全产业链环节的流程优化与运营效率提升。当前中裕计划率先在安徽落地分公司完成模式跨省复制，未来有望逐步在全国其他地区推广。

### 2.3、中长期：精深加工为核心突破，阿拉伯木聚糖打开成长天花板

**中长期发展战略：以精深加工技术突破为核心，打造高附加值产品矩阵，实现从传统粮油食品加工龙头，转型生物科技与生物医药企业。**中裕以小麦加工副产物高值化利用为切入点，聚焦打造了膳食纤维、小麦胶原蛋白肽、阿拉伯木聚糖等核心产品矩阵，其中阿拉伯木聚糖是未来战略转型的核心抓手，中长期成长空间与产业稀缺性显著。

**小麦精深加工已实现规模化量产，构成了公司中期转型的核心业绩支撑。**（1）**膳食纤维**：采用行业领先的生物萃取技术，具备4万吨/年膳食纤维产能，规模稳居全国第一，产品出厂价3万元/吨、产品具备促进肠道蠕动、改善肠道菌群、降血糖降血脂等核心功能，是烘焙、无糖饮料、保健品、代餐食品的核心刚需原料。（2）**小麦胶原蛋白肽**：建成2万吨/年小麦胶原蛋白肽产能，是国内实现从小麦副产物规模化提取小分子活性肽的企业，规模与技术均为全国第一，产品出厂价达22万元/吨，产品具备易吸收、修复细胞、增强免疫力、辅助降血糖、抗氧化等核心功效，广泛应用于运动营养、保健品、特医食品、美妆个护等高景气赛道。

**阿拉伯木聚糖：高壁垒功能性多糖，在生物医药方向市场空间广阔，成长天花板极高。**阿拉伯木聚糖业务是中裕食品未来发展的核心方向，重构中长期成长性。

行业端阿拉伯木聚糖是小麦细胞壁多糖的核心成分，从小麦麸皮、酒糟中提取，具备血糖血脂调控、免疫增强与抗肿瘤辅助等核心功能，目前行业核心壁垒在于高活性提取纯化工艺以及低成本规模化制备，医药级市场基本由海外企业垄断，国内具备生产能力的企业较少，属于典型的蓝海市场。价值端高纯度阿拉伯木聚糖可作为肿瘤特医、药用载体、靶向制剂辅料等生物医药方向的核心原料，产品出厂价预计达 2500 万元/吨，较中裕传统产品实现了指数级跃升，具备极强的盈利爆发性。技术端中裕已实现了高纯度阿拉伯木聚糖的规模化提取，成为全国掌握该技术的企业，经中国医学科学院证实，产品在抗肿瘤、增强免疫力等方面表现出良好的生物活性，且效果显著优于日本同类产品，未来将打破海外企业技术垄断。

**图11：阿拉伯木聚糖为生物医药领域的重要原料**


资料来源：裕家人公众号

**图12：未来中长期持续发力小麦精深加工产品**


资料来源：开源证券研究所

### 3、股东赋能：中裕多维深层赋能，华资重塑成长价值

华资实业过往受业务结构单一、产能有限、客户匮乏、技术薄弱等因素制约，长期成长动能不足。中裕食品间接控股后将通过自身全产业链优势，从管理、产品、渠道客户、长期发展方面，对华资实业进行全方位、深层次赋能，推动其实现从传统初加工向高端精深加工以及生物科技企业转型，重塑中长期发展动能。

#### 3.1、管理赋能：优化治理结构，提升运营效率

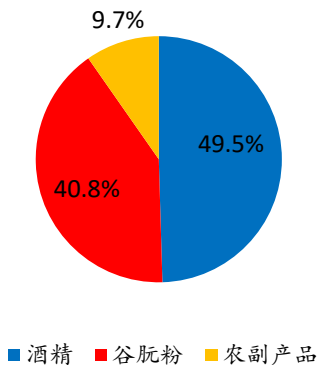
过往华资控股股东与实控人更迭，管理体系不完善，并缺乏中长期规划。华资实业自上市以来已历经两轮控制权变更，2012 年明天系控股后，公司偏离食品加工主业，过度侧重金融投资，忽视核心业务升级，2022 年海南创发控股。公司过往控股股东发展思路差异较大，导致公司发展战略和资源投放较为分散，成为过往业绩低迷的核心管理型性短板。

针对华资实业此前治理体系不完善、缺乏中长期战略等问题，中裕食品开启管理层面的深度赋能。第一，引入中裕食品核心管理人员，涵盖生产管理、财务管理、战略规划、市场运营等关键岗位，对华资管理体系进行系统化调整，为后续战略落地与业务发展筑牢管理根基。第二，梳理清晰的中长期发展战略规划，明确主业发展思路与潜力业务发展方向，制定了清晰、聚焦、可落地的中长期发展战略目标。第三，全流程成本管控，中裕食品从原料采购、生产加工、物流仓储、市场营销全环节进行赋能，改善运营成本，实现降本增效。

### 3.2、主业赋能：升级产品结构，筑牢收入基本盘

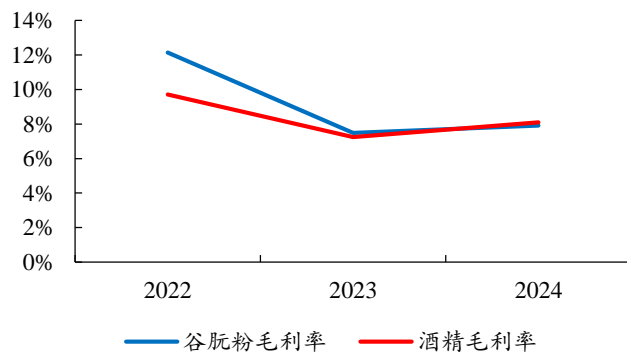
过往公司核心主业聚焦谷朮粉和酒精，但盈利能力薄弱，业绩波动较大。华资实业核心业务主要为谷朮粉和酒精，两大主业合计营收占比超 90%，但由于产品结构偏低，缺乏高端化、差异化布局，无法进入国内头部食品企业的供应链体系，订单规模化效应不足，导致主业毛利率仅为 8% 左右，且营收和利润波动较大。

图13：2024 年两大主业合计营收占比超 90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：谷朮粉和酒精业务毛利率较低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

针对主业盈利能力偏低的问题，中裕食品将协助华资实业推进产品品质和附加值升级，改善盈利水平。中裕食品在酒精和谷朮粉上具备显著竞争优势，其中谷朮粉为食品级高纯度产品，有效契合国内头部食品企业需求，酒精聚焦特级食用酒精、电子级无水酒精以及医用酒精等，主要面向医药公司、电子企业等，产品附加值和盈利能力较强。中裕食品控股华资实业后，计划将自身成熟的特级食用酒精技术、无水酒精、高纯度谷朮粉等生产技术全面导入，推动华资两大主业实现产品品质与附加值的双重提升，预计未来主业毛利率有望从当前的个位数水平提升至双位数以上，改善主业盈利水平。

解决同业竞争，推动华资主业快速实现满产满销，筑牢收入基本盘。针对中裕食品与华资实业的同业产线，中裕食品明确要在 36 个月内解决同业竞争问题。未来随着同业竞争解决以及大客户导入，预计华资实业的酒精和谷朮粉两大主业收入和利润有望实现较快增长，保障公司基本盘。

### 3.3、渠道赋能：共享全域资源，加速产品放量

过往华资客户资源薄弱，无核心大客户支撑，业绩抗风险能力较差。华资实业的合作客户以中小经销商、区域性小型加工厂为主，客户高度分散、单客价值低、合作粘性弱，未能形成长期稳定的订单支撑。同时，公司缺乏定制化产品研发与配套服务能力，无法绑定大客户的核心供应链体系，只能提供标准化低端产品，在行业竞争中处于被动地位，客户留存率极低，业绩波动完全受制于下游零散需求的变化，无稳定盈利基本盘。

针对华资实业客户基础薄弱以及渠道碎片化的痛点，中裕食品将共享自身优质客户资源，并全面开放自身成熟的全渠道体系，帮助华资实业实现客户和渠道的全面升级，逐步从区域型企业向全国性企业跨越，提升市场渗透率与营收规模。

一是导入 B 端核心大客户，实现订单规模化增长。中裕食品作为全国性头部企业，其客户主要为各领域的头部大型企业，食品方面已与中粮、康师傅、达利园等食品工业巨头合作，酒精业务与高端电子、医药企业建立合作关系。控股后中裕食品将推动华资的谷朊粉、酒精业务切入头部食品企业供应链，黄原胶对接农药、石油开采客户，无水酒精拓展新能源、化妆品领域头部客户，快速完成供应商验证与批量供货，实现订单量跨越式增长。同时，短期将中裕旗下谷朊粉、酒精业务的核心销售渠道优先让渡给华资，填补其产能缺口，推动主营业务快速发展。

二是共享线上线下全渠道销售资源，拓展多元化客户群体。零售端中裕食品已实现产品覆盖全国所有地级以上城市，拥有完善的连锁商超、社区便利店、线上电商渠道体系，其中合作社区便利店“麦便利”已超 800 多家，控股后将全面向华资实业开放，帮助其产品快速进入全国销售渠道，摆脱区域局限，同时协助华资实业搭建线上运营体系，补齐线上渠道短板，实现线上线下协同发力，提升终端触达能力。

三是开放团餐与海外渠道，挖掘国内外潜在增量空间。中裕食品团餐店覆盖了京冀鲁皖四省 30 余地，包括北京、石家庄、青岛、济南等，经营部委、省市直机关、企业、学校等餐厅 260 多家，共服务各级干部、职工、师生超 10 万人，控股后将推动华资实业产品导入这些渠道，挖掘批量采购需求，提升产品品牌形象与附加值，进一步拓宽营收来源。此外，依托中裕成熟的海外渠道运营体系，帮助华资产品拓展东南亚、欧洲、中东等海外市场，推动谷朊粉、酒精等产品出口放量，打开国际成长空间。

图15：中裕食品合作便利店超 800 家



资料来源：超市设计策划公众号

图16：中裕食品团餐店数量达 260 多家



资料来源：裕家人公众号

### 3.4、中长期赋能：从深加工转型生物科技，新业务有望带来显著增量

此前华资新业务技术壁垒较弱，产能未完全利用。华资实业于 2023 年发力黄原胶和抗性糊精两大高附加值新业务，其中黄原胶生产线于 2025 年 4 月正式投产，产能 2 万吨/年，其中包括 1 万吨工业级+1 万吨食品级，产品主要聚焦于成熟应用领域，未进一步拓展至医用、化妆品等高端应用场景。抗性糊精生产线建成未正式投产，目前产能仍有较大释放空间。公司此前新业务核心短板在于产品结构单一、技术壁垒缺失、渠道未完全拓展，导致新业务营收占比较低。

针对华资新业务业绩发展偏慢的问题，中裕食品计划通过全链条技术导入，打成长业务和战略业务两大新兴板块，推动华资从传统粮食加工商，向高附加值的生物科技企业转型。

一是提升黄原胶和抗性糊精技术优势，推动产品高端化，提供中期增长驱动力。中裕食品计划依托华资实业现有基础，深度导入成熟产品技术与全产业链资源，针对黄原胶和抗性糊精产线进行智能化技改。黄原胶业务，中裕食品通过优化高端核心技术，推动华资产品升级到高粘度的食品级、医药级、化妆品级等高端产品。抗性糊精业务，中裕食品拥有自主研发的双酶协同水解核心技术，产品纯度、提取率稳居行业顶端，且已进入国内头部食品饮料企业供应链，中裕计划将成熟的生产技术、配方优化方案全面导入华资。在中裕食品技术赋能加持下，预计华资的黄原胶和抗性糊精业务有望快速实现收入增长，同时高端产品将明显提升毛利率水平，释放净利润，成为华资中期业绩增长的核心驱动力。

二是中长期以阿拉伯木聚糖为核心，转型生物科技领域，营收有望显著增长，打开成长空间天花板。当前中裕食品在膳食纤维、小麦蛋白肽、阿拉伯木聚糖等生物科技领域已拥有成熟产业化技术，未来3-5年计划将阿拉伯木聚糖作为核心战略业务，重点导入到华资实业，有望将华资从传统粮食加工企业，转向生物科技成长型企业，打开中长期潜力空间。在阿拉伯木聚糖推进上，预计2026年底阿拉伯木聚糖一期产线将正式建成，预计一期布局产能约660/吨，2027年有望开始投产，可实现医药原料及产品商业化，按照原料端出厂售价约200万元/吨计算，预计贡献营收超10亿元，带动华资实现营收显著增量，突破成长天花板。

#### 4、盈利预测与投资建议

**收入假设：**2025年中裕食品间接控股入主后，华资实业将以谷朊粉、食用酒精为业绩基本盘，并依托控股股东全产业链资源全面赋能，加速拓展高附加值新品，打造成长曲线。分品类看，谷朊粉、食用酒精作为业绩基本盘，稳定贡献核心营收，受益于中裕食品导入的高端生产技术、头部客户资源与成熟销售渠道，预计在销量稳步提升下，产品结构高端化将带动均价实现小幅上行，我们预计谷朊粉、食用酒精系列业务2025-2027年营收增速分别为15.0%、15.0%、10.0%。高增长新品类中，黄原胶业务在中裕食品的技术赋能与渠道对接下，产品逐步向食品级、医药级高端领域升级，预计2026年实现满产满销，推动收入实现高速增长，我们预计黄原胶业务2026-2027年营收增速分别为257.1%、44.0%；抗性糊精产线在中裕赋能下完成技术改造，2025年下半年实现部分投产，2026年起逐步实现批量供货与收入放量，有望持续贡献收入增量。公司农副产品等其他配套业务预计保持稳步增长，整体经营保持平稳。综合来看，我们预计公司2025-2027年总营收增速分别为27.8%、55.6%、46.7%。

**毛利率假设：**受益于中裕食品导入的全流程成本管控体系、高附加值新品类收入占比持续提升、产能利用率爬坡带来的规模效应，叠加核心原材料小麦采购成本长期稳定可控，传统主业产品结构升级带动盈利水平改善，我们预计公司整体毛利率将保持稳步上行，预计2025-2027年整体毛利率分别为11.7%、19.6%、24.7%。

**费用假设：**考虑到新品放量与核心主业增长带来的收入规模快速扩大，规模效应将逐步显现，费用率整体预计保持稳中有降。

表2：收入拆分预测表

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
食用酒精	收入（亿元）	3.03	2.53	2.91	3.34	3.68

	增速	76.66%	-16.58%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	7.24%	8.09%	9.00%	10.00%	11.00%
	收入（亿元）	2.66	2.08	2.39	2.75	3.03
谷朊粉	增速	74.76%	-21.88%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	7.49%	7.92%	6	6	
	收入（亿元）	0.53	0.50	0.52	0.55	0.57
农副产品	增速	42.31%	-7.38%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	7.61%	13.88%	14.00%	14.00%	14.00%
	收入（亿元）			0.70	2.50	3.60
黄原胶	增速				257.14%	44.00%
	毛利率			30.00%	35.00%	35.00%
	收入（亿元）				1.00	4.00
抗性糊精	增速					300.00%
	毛利率				40.00%	40.00%
	收入（亿元）	6.23	5.10	6.52	10.14	14.88
营业总收入	增速	72.29%	-18.06%	27.75%	55.55%	46.72%
	毛利率	7.38%	8.58%	11.65%	19.34%	24.72%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

华资实业属于粮食深加工企业，我们选取了产品和商业模式较为相似的 3 家公司，发现 2026 年同行业公司估值平均水平为 15.8 倍，华资实业估值水平为 39.1 倍，高于行业平均水平。我们认为公司当前估值具备坚实的基本面支撑，一是新任控股股东中裕食品正从管理、技术、渠道等多维度对公司实施深度赋能，传统主业盈利性有望持续改善，黄原胶、抗性糊精等高附加值新业务将加快进入产能释放期，中长期公司将依托中裕食品的技术积淀发力高壁垒生物科技赛道，打开成长天花板，未来估值仍具备进一步提升的空间。

**投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。**2025 年中裕食品入主华资实业后，从管理、产品、渠道、中长期等多维度对华资实业赋能，公司传统主业盈利改善确定性高，高附加值新业务将进入产能释放期，中长期依托生物科技赛道打开成长天花板。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.7 亿元、1.4 亿元、2.1 亿元，EPS 分别为 0.14、0.29、0.43 元，当前股价对应 PE 分别为 77.4、39.1、25.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**表3：可比公司估值：华资实业估值高于行业平均水平**

证券简称	股价（元）	EPS			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
百龙创园	17.6	0.87	1.09	1.42	20.25	16.17	12.41
金龙鱼	28.6	0.58	0.86	1.05	49.24	33.21	27.20
晨光生物	12.9	0.82	0.93	1.11	15.74	13.88	11.63
平均值					21.31	15.81	12.81
华资实业	10.9	0.14	0.29	0.43	77.40	39.10	25.90

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至 2025 年 3 月 24 日，晨光生物盈利预测均来自于开源证券研究所，其他公司盈利预测来自于 Wind 一致预测）

## 5、风险提示

(1) 原材料涨价风险：公司主业生产成本中占比较大，原材料成本存在波动风险；

(2) 食品安全风险：对于食品加工制造企业，卫生安全要求较为关键，若生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响；

(3) 新业务拓展不及预期：公司黄原胶、抗性糊精业务可能存在开拓进展不及预期的风险；

(4) 宏观经济复苏不及预期：宏观环境可能影响消费群体收入水平和消费意愿，可能对公司销售产生一定影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	271	169	347	308	560
现金	47	42	53	83	121
应收票据及应收账款	20	17	0	0	0
其他应收款	33	1	42	24	73
预付账款	7	1	9	6	16
存货	131	35	169	120	275
其他流动资产	33	75	75	75	75
<b>非流动资产</b>	1667	2030	2274	2708	3100
长期投资	954	982	1061	1149	1208
固定资产	97	93	371	736	1024
无形资产	34	32	30	27	25
其他非流动资产	583	923	812	796	843
<b>资产总计</b>	1938	2200	2621	3016	3660
<b>流动负债</b>	225	388	739	996	1430
短期借款	160	41	666	930	1345
应付票据及应付账款	18	250	0	0	0
其他流动负债	46	96	72	66	86
<b>非流动负债</b>	174	174	174	174	174
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	174	174	174	174	174
<b>负债合计</b>	399	561	913	1169	1604
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	485	485	485	485	485
资本公积	578	581	581	581	581
留存收益	338	573	635	770	971
<b>归属母公司股东权益</b>	1539	1638	1709	1846	2056
<b>负债和股东权益</b>	1938	2200	2621	3016	3660

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	110	139	-335	252	156
净利润	19	25	70	139	210
折旧摊销	13	16	25	60	98
财务费用	15	10	34	67	86
投资损失	-31	-21	-66	-75	-44
营运资金变动	102	169	-366	113	-118
其他经营现金流	-8	-60	-33	-51	-75
<b>投资活动现金流</b>	-34	-50	-203	-418	-446
资本支出	174	352	190	405	432
长期投资	20	302	-79	-89	-59
其他投资现金流	121	1	66	75	44
<b>筹资活动现金流</b>	-35	-95	-75	-68	-86
短期借款	-9	-119	625	264	415
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	0	0	0
其他筹资现金流	-26	21	-701	-332	-501
<b>现金净增加额</b>	42	-6	-614	-234	-376

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	637	516	659	1025	1503
营业成本	583	473			
营业税金及附加	5	5	6	8	13
营业费用	2	2	2	3	5
管理费用	46	47	53	82	120
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	15	10	34	67	86
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	5	4	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	31	21	66	75	44
资产处置收益	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	28	34	84	168	271
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	1	1	0	1	1
<b>利润总额</b>	28	33	84	168	271
所得税	9	8	14	29	61
<b>净利润</b>	19	25	70	139	210
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	19	25	70	139	210
EBITDA	50	50	132	277	437
EPS(元)	0.04	0.05	0.14	0.29	0.43

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	73.0	-19.1	27.7	55.5	46.7
营业利润(%)	117.7	20.6	145.6	100.4	61.4
归属于母公司净利润(%)	111.4	34.8	176.0	98.1	50.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	8.6	8.3	11.7	19.3	24.7
净利率(%)	3.0	4.9	10.7	13.6	13.9
ROE(%)	1.2	1.6	4.1	7.5	10.2
ROIC(%)	1.4	1.5	3.7	6.3	7.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.6	25.5	34.8	38.8	43.8
净负债比率(%)	8.1	6.3	39.6	49.3	62.6
流动比率	1.2	0.4	0.5	0.3	0.4
速动比率	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	12.9	27.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	28.4	3.5	4.7	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.05	0.14	0.29	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.29	-0.69	0.52	0.32
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.38	3.52	3.81	4.24
<b>估值比率</b>					
P/E	288.0	213.6	77.4	39.1	25.9
P/B	3.5	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	112.1	110.5	46.4	22.9	15.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

16/18

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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资目标、财务状况或需要。本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn