

农产品加工 III

华资实业 (600191.SH)

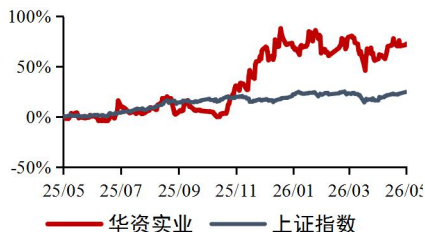
增持-A(首次)

中裕入主持续赋能，聚焦高附加值赛道

2026年5月7日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026年5月7日

收盘价(元/股):	12.86
总股本(亿股):	4.85
流通股本(亿股):	4.85
流通市值(亿元):	62.36

基础数据：2026年3月31日

每股净资产(元/股):	3.54
每股资本公积(元/股):	1.20
每股未分配利润(元/股):	1.06

资料来源：常闻

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

林挺

执业登记编码：S0760524100003

邮箱：linting@sxzq.com

投资要点：

➢ **从制糖到多元业务布局，中裕入主聚焦小麦精深加工。**华资实业立足于传统制糖主业，逐步拓展至谷朊粉、食用酒精、黄原胶、生物科技产品、绿色农畜产品商贸物流的产业多元化综合企业。2025年4月，公司实控人发生重大变更，滨州中裕食品通过全资子公司滨州中裕科技，以13亿元对原控股股东盛泰创投增资并取得55%股权，间接持有华资实业13.66%股份，实控人由张文国变更为宋民松。

➢ **中裕全面助力华资，赛道迈向高附加值。**中裕食品控股华资实业后，有望持续赋能华资实业向高附加值赛道迈进。新业务布局上，公司重点发展高附加值的黄原胶、小麦淀粉深加工产品，有望借助中裕的客户资源与销售网络切入高毛利下游市场，推动产品结构持续优化。同时，中裕食品可与华资实业开展技术协同，加速华资实业高附加值产品的研发及产业化落地，夯实创新发展根基，与中裕食品健康食品业务形成业务协同，并可依托中裕食品成熟的餐饮、商超渠道，加快大健康产品的市场化拓展。

➢ **投资建议：**预计公司26-28年归母公司净利润分别为1.08/1.55/1.76亿元，同比增长83.7%/43.4%/13.1%。考虑到中裕食品控股华资实业后，有望从产业链协同、运营效率提升、市场渠道拓展、研发技术赋能等多维度实施全方位赋能升级。综上，我们认为中裕食品入主华资实业后，有望厚积薄发，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➢ **风险提示：**食品安全风险，新产品销售不及预期，主要原材料价格波动风险，产品价格风险，多元化发展风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	516	629	1,030	1,308	1,444
YoY(%)	-19.1	22.1	63.6	27.0	10.4
净利润(百万元)	25	59	108	155	176
YoY(%)	34.8	132.0	83.7	43.4	13.1
毛利率(%)	8.3	7.5	14.3	19.9	22.3
EPS(摊薄/元)	0.05	0.12	0.22	0.32	0.36
ROE(%)	1.6	3.5	6.0	7.9	8.2
P/E(倍)	245.1	105.7	57.5	40.1	35.5
P/B(倍)	3.8	3.7	3.5	3.2	2.9
净利率(%)	4.9	9.4	10.5	11.9	12.2

资料来源：常闻，山西证券研究所



目录

1. 公司分析：从制糖到多元业务布局，中裕入主聚焦小麦精深加工.....	4
1.1 基本概况：以制糖立基，多元布局逐步成长为综合型企业.....	4
1.2 管理层及股权架构：中裕增资入主华资，股权结构优化焕新局.....	5
1.3 财务分析：历史包袱减轻，期待中裕赋能下业绩逐步改善.....	6
2. 中裕食品：立足小麦循环经济产业链，打造全国三产融合标杆企业.....	8
2.1 坚持三产融合，纵向延伸特色产业链.....	10
2.2 坚持创新驱动，横向培育高端价值链.....	11
3. 中裕全面助力华资，赛道迈向高附加值.....	13
3.1 中裕助力华资业务提质增效，赛道逐步迈向高附加值.....	13
3.2 黄原胶、小麦淀粉深加工产品产能逐步落地，业务向高附加值领域延伸.....	13
3.3 设立生物科技子公司，布局大健康终端市场.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司产品矩阵.....	5
图 3：华资实业股权架构（截止 2026 年 1 月 25 日）.....	6
图 4：公司 2023-2026Q1 营业收入及同比增速.....	6
图 5：公司 2023-2026Q1 归母净利润及同比增速.....	6
图 6：公司收入——分产品.....	7

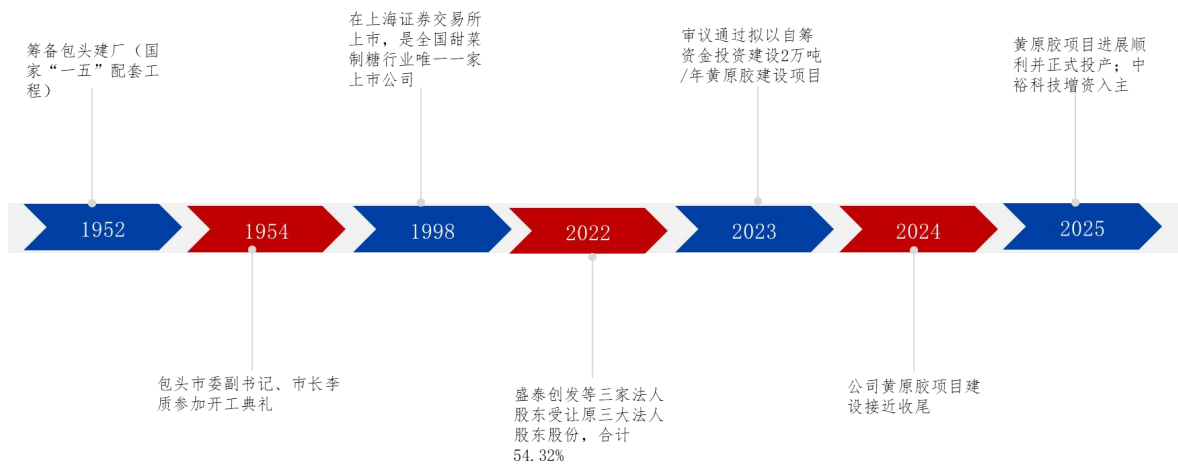
图 7: 公司毛利率——分产品.....	7
图 8: 2023-2026Q1 公司销售毛利率和净利率 (%)	8
图 9: 2023-2026Q1 公司期间费用率 (%)	8
图 10: 中裕“三产融合、绿色循环”小麦全产业链.....	8
图 11: 2022-2024 年中裕食品营业收入及增速.....	9
图 12: 2022-2024 年中裕食品利润及增速.....	9
图 13: 中裕建立自有小麦育种资源库.....	10
图 14: 中裕沿黄订单农业种植基地.....	10
图 15: 中裕食品线下品牌实体门店.....	11
图 16: 中裕食品供多家单位食堂.....	11
图 17: 膳食纤维、抗性糊精、蛋白肽、阿拉伯木聚糖四个“全国第一”	11
图 18: 中谷维膳食纤维系列有效预防肠胃息肉.....	11
图 19: 阿拉伯木聚糖产品.....	12
图 20: 华资实业黄原胶项目正式竣工生产.....	14
图 21: 全球黄原胶市场规模 (亿美元)	14
图 22: 全球抗性糊精市场规模 (亿美元)	14
表 1: 公司盈利预测 (百万元)	17
表 2: 可比公司估值.....	18

1. 公司分析：从制糖到多元业务布局，中裕入主聚焦小麦精深加工

1.1 基本概况：以制糖立基，多元布局逐步成长为综合型企业

以制糖立基，多元布局逐步成长为综合型企业，中裕入局开启新征程。华资实业股份有限公司前身为包头糖厂，1952年筹建，1955年建成投产，是新中国成立后我国北方建厂早、规模大、现代化程度高的大型机制糖厂，并于1998年12月在上海证券交易所上市。公司立足于传统制糖主业，逐步拓展至谷朊粉、食用酒精、黄原胶、生物科技产品、绿色农畜产品商贸物流的产业多元化综合企业。2025年4月，公司实控人发生重大变更，滨州中裕食品通过全资子公司滨州中裕科技，以13亿元对原控股股东盛泰创发增资并取得55%股权，间接持有华资实业13.66%股份，实控人由张文国变更为宋民松，中裕食品入局赋能华资实业开启发展新征程。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告《关于公司控股股东完成增资工商变更登记暨实际控制人变更的公告》，公司官网，包头日报公众号，包头华资实业股份有限公司公众号，包头市民营经济促进会公众号，山西证券研究所

谷朊粉、食用酒精构筑基本盘，黄原胶、抗性糊精、无水乙醇等高附加值领域成新增长曲线。目前公司主营业务为粮食精深加工，主要产品包含谷朊粉、食用酒精。1) 谷朊粉：从小麦面粉中提取的一种天然蛋白质加工而成，蛋白质含量普遍在80%以上。公司的谷朊粉产品主要聚焦于高蛋白应用领域布局，产品主要应用于烘焙、植物基食品及功能性食品等领域，契合健康消费升级趋势；2) 食用酒精：公司的食用酒精产品主要是利用薯类、谷物类、

糖类作为原料经过蒸煮、糖化、发酵等处理而得的供食品工业食用的含水酒精。食用酒精的用途很广，可用于制造醋酸、饮料、香精、染料、燃料等，也可用作环保溶剂。为面对市场周期性波动的影响，公司积极推进产品结构升级战略，重点培育高附加值产品矩阵，例如黄原胶、抗性糊精、无水乙醇等。考虑到高附加值产品领域毛利率更高，未来伴随产品逐步放量有望成为公司新增长极。

图 2：公司产品矩阵



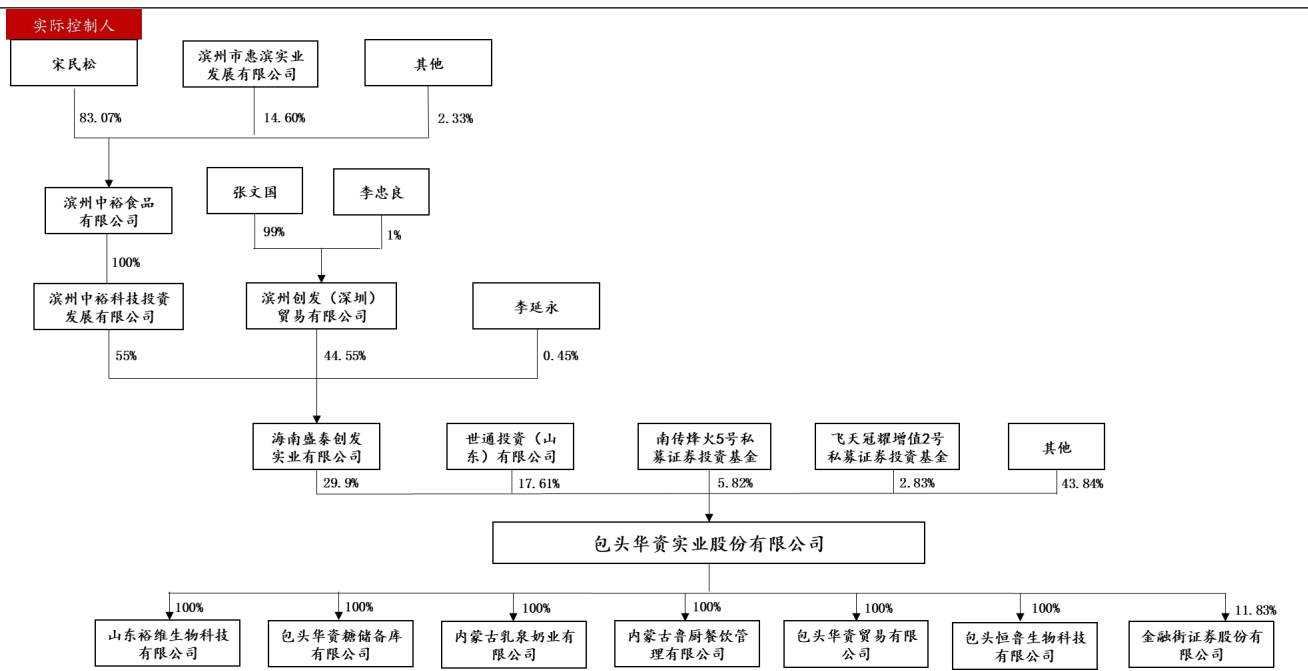
资料来源：公司官网，百度百科，山西证券研究所（注：抗性糊精、无水乙醇均为百度百科图片）

1.2 管理层及股权架构：中裕增资入主华资，股权结构优化焕新局

中裕增资入主华资，股权结构优化焕新局。截止 2026 年 1 月 25 日，公司第一大股东为海南盛泰创发实业有限公司，共持有上市公司 29.9% 的股份。世通投资有限公司与南传烽火 5 号私募证券投资基金为公司第二大、第三大股东，分别持有上市公司 17.61%、5.82% 的股份。公司子公司较多，全资子公司包含山东裕维生物科技有限公司、包头华资糖储备库有限公司、内蒙古乳泉奶业有限公司、内蒙古鲁厨餐饮管理有限公司、包头恒鲁生物科技有限公司；重要联营企业包含金融街证券股份有限公司（11.83% 的股权）。2025 年 4 月，公司实控人发生重大变更，盛泰创发完成控股股东层面增资引入，滨州中裕科技以 13 亿元现金对其增资，持有其 55%

的股份并成为控股股东，进而间接控制华资实业约 16.44%的股份。公司实控人由此从张文国变更为宋民松，宋民松通过中裕科技间接持股华资实业约 13.66%的股份，原实控人张文国则通过滨海创发间接持股 13.19%。

图 3：华资实业股权架构（截止 2026 年 1 月 25 日）



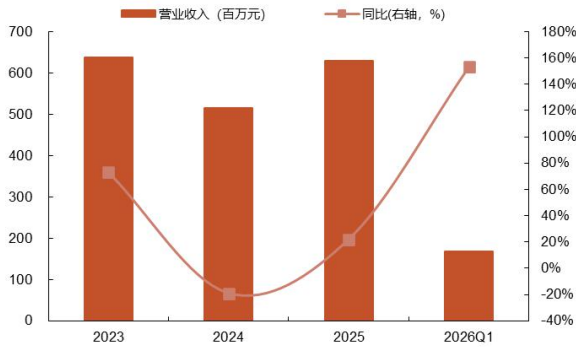
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 财务分析：历史包袱减轻，期待中裕赋能下业绩逐步改善

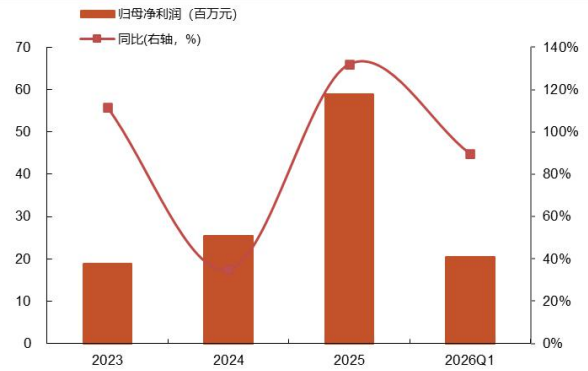
公司营收利润逐步改善。公司 2025 年实现营收 6.29 亿元，同比增长 22.06%，主要系公司黄原胶项目投产后新增收入，叠加黄原胶产品随着市场的进一步开拓，逐步释放潜力。26Q1 公司实现营收 1.67 亿元，同比增长 153.28%。净利润方面，公司 2025 年实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 131.95%，主要系 1) 黄原胶投入生产增收；2) 处置非流动资产取得的收益较上年增长；3) 联营企业投资收益较上年增长；4) 协议收回了垫款。26Q1 公司实现归母净利润 0.2 亿元，同比增长 89.71%。

图 4：公司 2023-2026Q1 营业收入及同比增速

图 5：公司 2023-2026Q1 归母净利润及同比增速



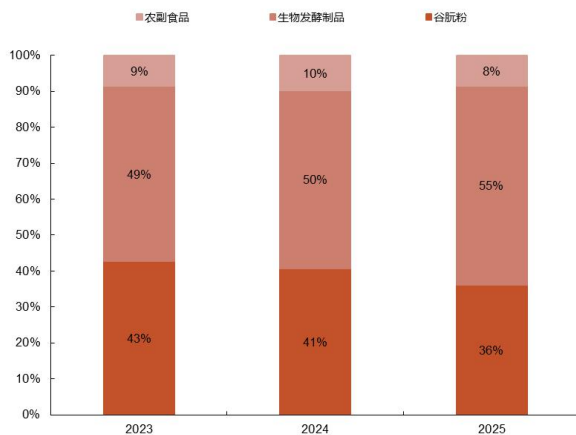
资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

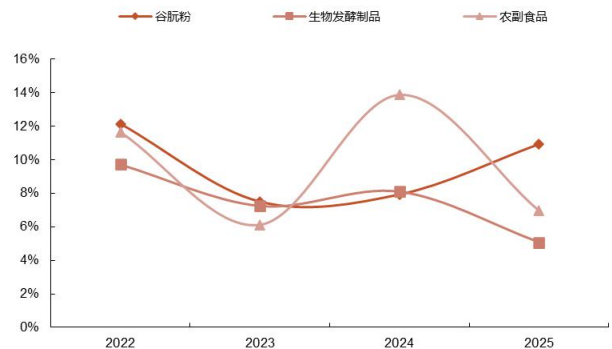
谷朮粉和生物发酵制品是公司主要收入来源。分业务来看，公司谷朮粉、生物发酵产品为主要收入来源。2025 年公司谷朮粉、生物发酵产品业务收入占比分别为 36%、55%，合计占比达 91%。考虑到公司与中裕食品的谷朮粉同业竞争问题预计在 2028 年 4 月前完成协调解决，预计中裕食品将通过导入成熟的高端销售渠道与客户资源，既助力公司深度拓展高附加值市场，又可通过规模效应实现降本增效，进一步打开盈利增长空间。

图 6：公司收入——分产品



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：生物发酵制品包含酒精与黄原胶等发酵型食品添加剂与工业发酵制品）

图 7：公司毛利率——分产品



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：生物发酵制品包含酒精与黄原胶等发酵型食品添加剂与工业发酵制品）

公司 2025 年毛利率为 7.5%，同比下降 0.81pct。净利率方面，公司 2025 年净利率为 9.38%，同比增长 4.45pct。费用率方面，2025 年公司期间费用率为 10.91%，同比下降 0.45pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率同比+0.04/-1.82/+1.32pct。管理费用率减少主要系公司办公类费用减少所致；财务费用率增长主要系利息支出增加所致。

图 8：2023-2026Q1 公司销售毛利率和净利率（%）

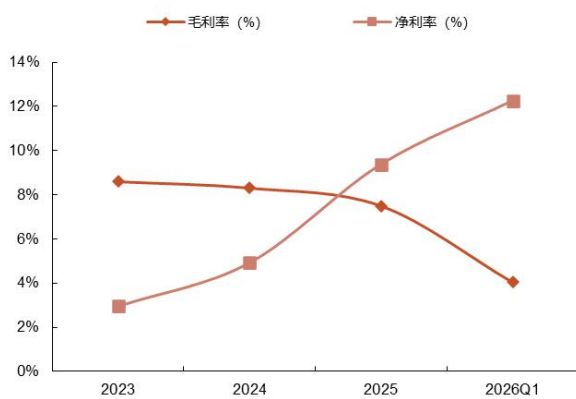
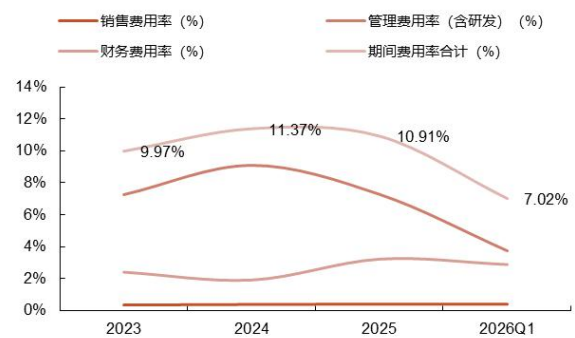


图 9：2023-2026Q1 公司期间费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：山西证券研究所

2. 中裕食品：立足小麦循环经济产业链，打造全国三产融合标杆企业

立足小麦循环经济产业链，打造全国三产融合标杆企业。中裕食品有限公司成立于 2003 年，位于山东滨州，其依托于“三产融合、绿色循环”模式，构建了全国最长最完整的小麦全产业链，包含高端育种、订单种植、仓储物流、初加工、深加工、食品加工、废弃物综合利用、生态养殖、蔬菜种植、餐饮商超服务十大板块。通过这条产业链，中裕生产出了 10 大类 600 多种产品，包括面粉、挂面、谷朊粉、酒精、高纤维、蛋白肽、纯粮猪肉、烘焙、面食速冻、绿色蔬菜系列等。中裕从源头把控食材品质，建立健全从田间到餐桌的全链条质量管理体系。

图 10：中裕“三产融合、绿色循环”小麦全产业链



资料来源：滨州网，山西证券研究所

中裕食品营业收入超 100 亿元，盈利能力远超普通农业企业。在业绩方面，中裕食品 2024 年营业收入为 130.83 亿元，同比增长 17%；净利润为 10.03 亿元，同比增长 25.4%；净资产收益率为 17.6%，盈利能力远超普通农业公司，这表明公司全产业链布局效果明显。在资产结构方面，截止 2024 年底，公司总资产为 115.38 亿元，净资产 63.05 亿元，货币资金 18.96 亿元。其中，股本为 0.73 亿元，资本公积金为 1.74 亿元，未分配利润为 56.67 亿元，财务状况稳健。

图 11：2022-2024 年中裕食品营业收入及增速

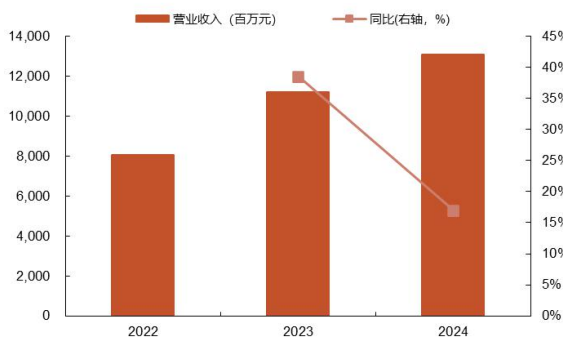
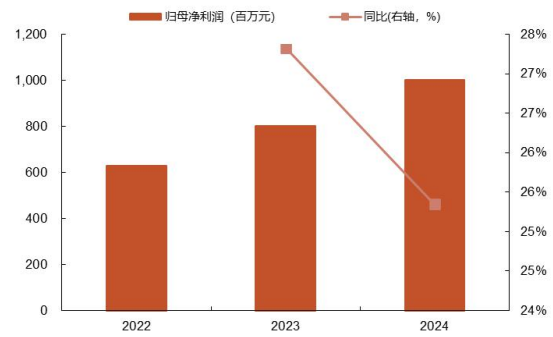


图 12：2022-2024 年中裕食品利润及增速



资料来源：公司公告《关于公司控股股东签署《增资协议》暨实际控制人拟变更的提示性公告》，山西

资料来源：公司公告《关于公司控股股东签署《增资协议》暨实际控制人拟变更的提示性公告》，山西

证券研究所

证券研究所

2.1 坚持三产融合，纵向延伸特色产业链

育种先行，夯实产业根基。2003 年公司成立之初，在面对着高品质强筋小麦品种依赖进口的“卡脖子”难题下，中裕果断启动“种业振兴”策略，从 2007 年起该公司在全球范围内搜集 1.5 万份优质小麦种质资源，建成自有育种资源库。经过多年系统选育和田间试验，中裕已成功培育出 1000 多个小麦新品系，其中“裕田麦 119”“裕田麦 126”等 12 个品种通过审定，广泛推广于山东、河北、河南等粮食主产区，累计推广种植面积达 270 万亩，直接带动 35 万农户年均增收超 5.1 亿元。同时，中裕通过推行“订单农业”实现种植环节全流程可控。公司对签约农户实行“免种子、免化肥、免农药，加价收购”的“三免一加”政策，并提供统一供种、施肥、管理、收割、收购等“五统一”服务。在各重点麦区，中裕设立原粮收购点，确保与农户“零距离对接”，原粮通过自建物流系统直送滨州总部，实现种收过程全流程可控。目前，公司已建立覆盖黄河三角洲核心麦区的“产地-物流-工厂”一体化网络，年收购小麦 200 万吨，所有粮源均为当年优质麦，实现原料可溯源、品质有保障。

图 13：中裕建立自有小麦育种资源库



资料来源：农村大众报公众号，山西证券研究所

图 14：中裕沿黄订单农业种植基地



资料来源：滨州网，山西证券研究所

发展餐饮商贸，形成完整销售闭环。为进一步延伸产业链条，提高消费终端的利润，公司自 2013 年起向下游餐饮与食品零售端延伸，2018 年依托绿色循环产业链布局团餐，逐步构建起从原料加工至终端消费的完整销售闭环。中裕食品以“源头、新鲜、优质”为产品特

色，以智慧化物流为依托，拓展“线上+线下”销售渠道。线下走进 2.2 万家大型超市和 30 万家中小型超市，打造了“中裕快餐”“法兰卡 1876”“面食家”等品牌，直营店面近千家。线上产品登陆天猫、苏宁等 30 多家知名商务平台，并自主建设了 3 家线上销售平台。公司以智慧化中央大厨房建设为中心，着力加大食品产业占比，大力拓展团餐业务，已成功运营国家发改委、财政部、人社部、国家粮食和物资储备局、山东省人大等机关食堂 260 多家，形成了“商超零售—餐饮店面—机关食堂”的新型销售链条。

图 15：中裕食品线下品牌实体门店



资料来源：滨州网，今日头条，山西证券研究所

图 16：中裕食品供多家单位食堂



资料来源：滨州市粮食和物资储备局公众号，山西证券研究所

2.2 坚持创新驱动，横向培育高端价值链

坚持创新驱动，横向培育高端价值链。为了最大程度利用小麦资源，中裕依托于国家级科研平台，联合多所高校与科研机构，不断延伸产业链条，构建起从面粉、挂面等主食产品到蛋白肽、膳食纤维、抗性糊精、阿拉伯木聚糖等高附加值产品体系。例如，中裕加工 1 吨小麦，可以实现产值 9140 元左右，相比普通加工提高了 2.5 倍；每吨值 1800 元的麸皮加工成高纤维产品后，价值达 3 万元/吨，翻了 4 倍；小麦粉中提取出来的谷朊粉价值 1.6 万元/吨，蛋白肽更是达到 22 万元/吨。这表明小麦精深加工具备较大的盈利空间。

图 17：膳食纤维、抗性糊精、蛋白肽、阿拉伯木聚糖四个“全国第一”

图 18：中谷维膳食纤维系列有效预防肠胃息肉



资料来源：健康产业观察公众号，山西证券研究所



资料来源：健康产业观察公众号，山西证券研究所

小麦阿拉伯木聚糖研发成功，科技创新取得新突破。2024年8月，中裕在国内率先从小麦加工副产物——酒糟中提取出阿拉伯木聚糖，获批了山东省重大专项，在全国具有唯一性。目前，日本大和制药公司和德国 Merck 的木聚糖产品，可以提高免疫细胞效能，增强机体免疫力；消灭癌变细胞，防癌抗癌；改善肠道菌群，降血糖，抗氧化等。经权威机构验证，中裕阿拉伯木聚糖的功效达到了同级水平，国内国际市场前景广阔。产能方面，阿拉伯木聚糖设计年产能 5000 吨，每吨市场价格 2500 万元，已在中国医学院开展初步实验，功能显著、效果良好。参考海外价格来看，阿拉伯木聚糖相关制品在日本的售价约为 3 万元一公斤，按照 1 吨小麦提取 2.5 公斤阿拉伯木聚糖测算的话，1 吨小麦的产值将提高至 7 万元以上，显著增强小麦精深加工提取物的盈利空间。

图 19：阿拉伯木聚糖产品



资料来源：裕家人公众号，山西证券研究所

3. 中裕全面助力华资，赛道迈向高附加值

3.1 中裕助力华资业务提质增效，赛道逐步迈向高附加值

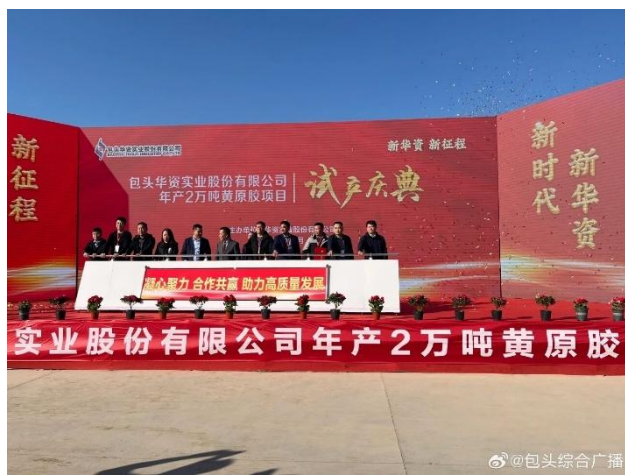
中裕食品增资入主华资实业，有望赋能资源整合与多元业务提质增效，进而推动公司盈利改善与规模扩张。中裕食品作为国内小麦深加工龙头企业，有望依托于全产业链布局、百万吨加工产能以及成熟的全国渠道资源，从产业链协同、运营效率提升、市场渠道拓展、研发技术赋能等多维度发力，驱动公司实现全方位升级。1) 产业链整合：计划在 2028 年 4 月前通过资产转让、委托管理、关闭或停止相关业务、剥离等合法方式解决谷朊粉、酒精业务的同业竞争问题。同时依托于中裕食品成熟的管理与研发能力改善上市公司现有谷朊粉与酒精业务盈利承压的状态；2) 业务运营优化：曲菴食麦全产业链具备规划化原料采购优势与强议价能力，有望从源头降低上市公司的原料采购成本。同时，中裕食品可向上市公司输出小麦深加工的精益生产工艺与数字化生产监控体系，赋能其优化黄原胶、小麦淀粉深加工产品等核心产线的生产流程，来提升原料综合利用率与产能利用率；3) 渠道市场拓展：中裕食品在餐饮、商超等场景拥有高端的客户资源与成熟的销售网络，将助力上市公司向农化、油服等高毛利下游市场纵深渗透，加速黄原胶、小麦淀粉深加工产品等高附加值产品的市场放量，推动公司收入规模稳步扩张；4) 管理研发赋能：中裕食品可与上市公司开展技术协同，加速华资实业高附加值产品的研发及产业化落地，夯实创新发展根基。

3.2 黄原胶、小麦淀粉深加工产品产能逐步落地，业务向高附加值领域延伸

公司持续转型升级粮食精深加工，拓展至黄原胶、小麦淀粉深加工产品领域。黄原胶属于玉米发酵类高附加值生物材料，功能上具备增稠、稳定和凝胶化的特性，可广泛应用于食品、石油钻井、医药、化妆品、农业、纺织等领域。随着国内外市场需求的增长，尤其是在食品级和工业级黄原胶需求的增加，黄原胶的发展空间仍较大。根据恒州诚思的调研数据显示，2024 年全球黄原胶市场销售额达到 10 亿美元，预计 2031 年将达到 12 亿美元，CAGR 为 3.59%。其中，2024 年中国黄原胶市场规模为 1.27 亿美元，预计 2031 年将达到 1.7 亿美元。公司黄原胶项目总投资约 6 亿元，其中 2023 年初始投入 4.9 亿元，2024 年追加投资 1.1 亿元；项目

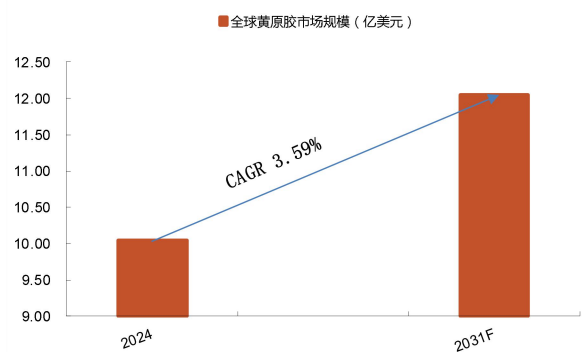
年产能 2 万吨，属国内中等规模黄原胶产能，于 2024 年 10 月进入试生产，2025 年 4 月正式投产，各项生产指标均符合预期。受制于投产时间较短、市场开拓及客户认证仍处于推进阶段影响，当前项目营收贡献相对有限。依托于中裕食品成熟渠道与品牌优势，将推动公司黄原胶产品快速市场导入、缩短产能爬坡周期；叠加黄原胶单吨毛利显著高于传统产品，产能释放后将持续改善公司整体盈利。

图 20：华资实业黄原胶项目正式竣工生产



资料来源：奔腾融媒公众号，包头综合广播，山西证券研究所

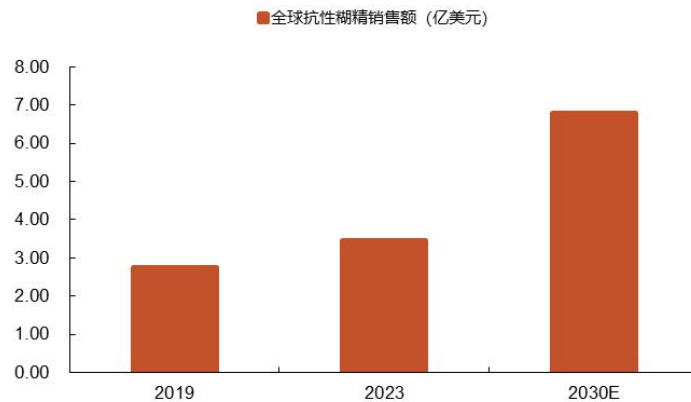
图 21：全球黄原胶市场规模（亿美元）



资料来源：恒州诚思 YHResearch 《2025 年全球及中国黄原胶行业头部企业市场占有率及排名调研报告》，恒州诚思 YH 公众号，山西证券研究所

技改新增年产 2 万吨抗性糊精产线，以高品质抗性糊精产品助力健康食品产业转型升级。为进一步提高资产盈利能力，子公司裕维生物对部分生产线进行技术改造，新增 2 万吨抗性糊精产线。目前，裕维生物的抗性糊精新产品已进入联合调试阶段。抗性糊精作为一种水溶性膳食纤维，具有热量低、耐热、耐酸、耐冷冻等许多优良特性，是优良的低热量可溶性食品原料，且溶解性高、黏度低、甜度低、无异味，具备膳食纤维的多种生理作用。近年来在国内乳制品、面制品、保健食品及生物制品、农药、医药等多个领域得到广泛应用。根据观研天下数据，预计 2030 年全球抗性糊精市场规模将达到 6.79 亿美元，2023-2030 年 CAGR 为 10%。抗性糊精正式投产后，预计将明显增强公司现有资产产出效率，提高资产盈利能力。

图 22：全球抗性糊精市场规模（亿美元）



资料来源：观研天下，观研报告网，山西证券研究所

黄原胶生产工艺获权威专利，产学研协同赋能高质量发展。公司黄原胶生产技术获山东省食品发酵工业研究设计院专利授权，并同步取得配套技术秘密、服务与指导。该院深耕黄原胶研发近 40 年，其“新型食品添加剂黄原胶”为国家科技攻关项目，荣获国家科技攻关重大成果奖；依托该专利技术，公司可在生产效率、产品纯度、节能减排及原料消耗等方面形成显著优势。同时，公司已与中科院雄安创新研究院共建重点实验室技术示范及共创基地，子公司裕维生物联合多家高校与科研院所推进小麦淀粉浆高值化梯次利用产业化项目。上述科研合作将加速技术成果从实验室向生产线转化，持续培育新盈利增长点，助力公司实现高质量发展。

3.3 设立生物科技子公司，布局大健康终端市场

设立生物科技子公司，产业升级迈出实质步伐。2025 年 12 月 19 日，公司发布公告，计划以 1000 万元设立全资子公司恒鲁生物，延伸开发护肤品、轻体代餐等大健康品类，亦有助于公司持续拉长产业链，提升产品价值链。公司现有的核心产品黄原胶、抗性糊精，将作为新子公司开发终端消费品的核心基料。黄原胶作为一种性能优异的增稠稳定剂，广泛应用于化妆品。新子公司计划直接以其为添加剂，开发自有品牌的护肤品；抗性糊精是一种公认的可溶性膳食纤维，具有“瘦身轻体”的健康属性。子公司将借此推出轻体代餐粉、营养代餐饮料等便捷营养产品。公司为实现此次转型升级，公司前期已完成充分的基础布局能力铺垫。在研发与技术层面，公司内部已设立的“合成生物学与微生物改造技术院士工作站”；

与中国科学院环境生物技术重点实验室联合共建的“技术示范基地”与“共创基地”。该布局与中裕食品在健康、功能性食品领域的业务布局高度协同，未来有望在功能原料配套、产品联合开发及产业链一体化方面实现深度融合，并以轻资产模式进一步拓展业务边界与应用场景。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1) **谷朊粉**：考虑到中裕食品在餐饮、商超等场景拥有高端的客户资源与成熟的销售网络，有望助力华资拓展高附加值市场，我们预计公司 2026 年至 2028 年谷朊粉产品收入增速分别为 10%/8%/6%。
- 2) **生物发酵制品**：生物发酵制品主要包含酒精与黄原胶等发酵型食品添加剂与工业发酵制品。1) 酒精：公司酒精业务有望受益于中裕食品高端的客户资源以及成熟的销售渠道，助力其拓展高附加值市场；2) 黄原胶：公司黄原胶项目自 2025 年 4 月正式投产，产能逐步爬坡，预计 2026 年达到满产 2 万吨。预计 2026 年至 2028 年公司生物发酵制品业务收入增速分别为 62.17%/11.71%/10.63%。
- 3) **农副产品**：公司农副产品主要来源于食糖业务，且公司制糖业务主要以原糖委托加工业务为主。预计 2026 年至 2028 年公司农副产品业务收入增速均为 5%。
- 4) **其他收入**：公司其他业务收入体量小且增速波动较大。预计 2026 年至 2028 年公司其他业务收入增速均为 5%。
- 5) **抗性糊精**：子公司裕维生物对部分生产线进行技术改造，新增 2 万吨抗性糊精产线。目前，裕维生物的抗性糊精新产品已进入联合调试阶段，预计 26 年开始逐步贡献业绩增量。预计 2026 年至 2028 年公司抗性糊精业务收入分别为 1.6/3.5/4/亿元。

在上述假设下，我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 10.29/13.08/14.44 亿元，同比 +63.57%/+27.05%/+10.38%

表 1：公司盈利预测（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生物发酵制品（百万元）	252.73	345.38	560.10	625.71	692.25
Yoy	-16.58%	36.66%	62.17%	11.71%	10.63%
谷朊粉（百万元）	207.95	224.75	247.22	267.00	283.02
Yoy	-21.88%	8.08%	10.00%	8.00%	6%
农副产品（百万元）	49.54	48.36	50.78	53.32	55.98
Yoy	-7.38%	-2.38%	5.0%	5.0%	5.0%
其他收入（百万元）	5.43	10.95	11.50	12.07	12.68
Yoy	-63.01%	101.53%	5.0%	5.0%	5.0%
抗性糊精（百万元）			160.00	350.00	400
Yoy				118.8%	14.3%
合计营收（百万元）	515.66	629.44	1,029.60	1,308.10	1,443.93
Yoy	-19.09%	22.06%	63.57%	27.05%	10.38%
毛利率（%）	8.31%	7.50%	14.26%	19.89%	22.30%

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：生物发酵制品包含酒精与黄原胶等发酵型食品添加剂与工业发酵制品，公司自 2025 年开始投产黄原胶产品）

4.2 投资建议

为便于对比分析，我们选取 A 股同处生物科技赛道及粮食深加工赛道，且业务模式具备可比性的百龙创园、梅花生物、凯赛生物作为可比公司。根据测算，可比公司 2026-2028 年的平均 PE 分别为 26/21/19 倍。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.08/1.55/1.76 亿元，当前市值对应 PE 分别为 58/40/35 倍，公司当前估值水平高于可比公司平均值，主要源于市场对中裕入主华资后，将赋能华资往高附加值领域持续延伸赋予了更高的溢价。中裕食品控股华资实业后，有望从产业链协同、运营效率提升、市场渠道拓展、研发技术赋能等多维度实施全方位赋能升级。

1) 在产业链协同方面，中裕将整合双方同业资产以提升运营效率，并依托于中裕食品成熟的管理与研发能力改善上市公司现有谷朊粉与酒精业务的盈利能力。2) 在运营效率提升方面，中裕在小麦全产业链具备规划化原料采购优势与强议价能力，有望从源头降低上市公司的原料采购成本，同时，中裕食品可向上游上市公司输出小麦深加工的精益生产工艺与数字化生产监控体系，赋能其优化黄原胶、抗性糊精等核心产线的生产流程，来提升原料综合利用率

与产能利用率。3) 在市场渠道拓展方面, 公司重点发展高附加值的黄原胶、小麦淀粉深加工产品, 有望借助中裕的客户资源与销售网络切入高毛利下游市场, 推动产品结构持续优化。4) 在研发技术赋能方面, 中裕食品可与上市公司开展技术协同, 加速华资实业高附加值产品的研发及产业化落地, 夯实创新发展根基, 与中裕健康食品业务形成业务协同, 并依托中裕成熟的餐饮、商超渠道, 加快大健康产品的市场化拓展。综上, 我们认为中裕食品入主华资实业后, 有望厚积薄发, 首次覆盖, 给予“增持-A”评级。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
605016.SH	百龙创园	117.23	3.69	4.91	6.39	8.14	24	18	14
600873.SH	梅花生物	265.84	32.81	24.15	29.32	32.55	11	9	8
688065.SH	凯赛生物	345.28	5.61	8.05	9.79	10.12	43	35	34
平均		-	14.03	12.37	15.17	16.94	26	21	19
600191.SH	华资实业	62.36	0.59	1.08	1.55	1.76	58	40	35

资料来源: Wind 一致预期, 山西证券研究所, 华资实业盈利预测来自山西证券研究所, 数据截止 2026 年 5 月 7 日

5. 风险提示

- 1) 食品安全风险:** 若公司出现食品质量安全问题, 一方面将面临被相关行政主管部门处理或处罚的可能; 还可能面临消费者投诉及索赔的风险, 直接影响公司业绩。另一方面, 食品质量安全事故还将直接影响公司信誉和品牌形象, 继而影响公司生产经营和产品销售, 可能对公司财务状况、经营业绩产生重大不利影响。
- 2) 新产品销售不及预期:** 公司布局了包含黄原胶、抗性糊精在内的新品, 其市场需求受宏观经济环境、产业政策等因素影响, 若新品表现不佳, 将对公司经营业绩产生一定影响。
- 3) 主要原材料价格波动风险:** 由于农副产品价格受天气、产量、市场状况等因素的影响较大, 价格波动较为频繁。若公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动, 而公司又无法采取有效措施抵消原材料价格波动带来的影响, 将直接影响公司盈利水平。
- 4) 产品价格波动风险:** 产品价格的波动将影响公司的销售收入及毛利率, 若产品价



格未来持续出现较大波动，公司经营业绩可能会受到一定影响。

- 5) **多元化发展风险：**当前公司经营涉及食糖、玉米、小麦深加工等多个领域，多元化生产经营布局的同时，可能会使公司面临因资金投入加大出现短期资金紧张的风险及项目短期内无法实现盈利或退出的风险，并对公司业绩稳定性产生一定影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	169	310	406	418	400
现金	42	90	183	131	144
应收票据及应收账款	17	41	53	67	66
预付账款	1	6	11	7	12
存货	35	93	83	126	98
其他流动资产	75	80	75	87	79
非流动资产	2030	2035	2356	2613	2682
长期投资	982	1018	1094	1159	1215
固定资产	93	810	1039	1234	1251
无形资产	32	32	29	27	24
其他非流动资产	923	175	194	193	192
资产总计	2200	2346	2762	3031	3082
流动负债	388	487	746	842	704
短期借款	41	89	89	524	136
应付票据及应付账款	250	92	497	0	374
其他流动负债	96	307	160	319	193
非流动负债	174	163	213	229	243
长期借款	0	43	92	109	123
其他非流动负债	174	120	120	120	120
负债合计	561	650	958	1072	947
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	485	485	485	485	485
资本公积	581	582	582	582	582
留存收益	573	632	741	896	1072
归属母公司股东权益	1638	1695	1804	1959	2135
负债和股东权益	2200	2346	2762	3031	3082

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	139	-6	453	-160	570
净利润	25	59	108	155	176
折旧摊销	16	36	73	94	109
财务费用	10	20	24	25	27
投资损失	-21	-38	-40	-30	-20
营运资金变动	169	-47	308	-405	278
其他经营现金流	-60	-37	-20	0	0
投资活动现金流	-50	-181	-333	-321	-158
筹资活动现金流	-95	236	-28	-5	-10
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.12	0.22	0.32	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-0.01	0.94	-0.33	1.17
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.50	3.72	4.04	4.40

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	516	629	1030	1308	1444
营业成本	473	582	883	1048	1122
营业税金及附加	5	7	10	14	15
营业费用	2	3	4	5	6
管理费用	47	43	65	84	92
研发费用	0	2	4	7	12
财务费用	10	20	24	25	27
资产减值损失	30	27	21	26	29
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	21	38	40	30	20
营业利润	34	54	120	182	220
营业外收入	0	0	1	1	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	33	54	120	183	220
所得税	8	-5	12	27	44
税后利润	25	59	108	155	176
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	59	108	155	176
EBITDA	50	95	197	294	349

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1		63.6	27.0	10.4
营业利润(%)	20.6	57.3	123.7	51.9	20.3
归属于母公司净利润(%)	34.8	132.0	83.7	43.4	13.1
获利能力					
毛利率(%)	8.3	7.5	14.3	19.9	22.3
净利率(%)	4.9	9.4	10.5	11.9	12.2
ROE(%)	1.6	3.5	6.0	7.9	8.2
ROIC(%)	1.4	3.2	5.3	6.2	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	27.7	34.7	35.4	30.7
流动比率	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	27.8	21.7	21.7	21.7	21.7
应付账款周转率	3.5	3.4	3.0	6.5	6.0
估值比率					
P/E	245.1	105.7	57.5	40.1	35.5
P/B	3.8	3.7	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	128.2	67.8	32.4	23.4	18.6

资料来源：常闻、山西证券研究所

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结果的重大不确定事件，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

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

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

