华资实业（600191.SH） 黄原胶价值升级，小麦糖浆贡献未来增量

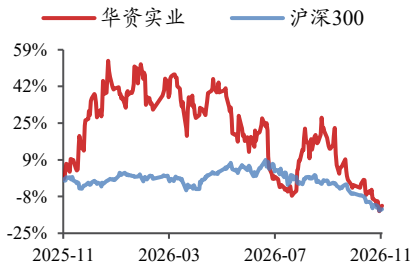
2026 年 11 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2026/11/2
当前股价(元)	7.99
一年最高最低(元)	14.24/7.63
总市值(亿元)	38.75
流通市值(亿元)	38.75
总股本(亿股)	4.85
流通股本(亿股)	4.85
近 3 个月换手率(%)	129.39

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《中裕赋能启新程，业务升级塑价值—公司首次覆盖报告》-2026.3.24

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

● 主业升级，价值重塑，维持“增持”评级

2025 年中裕食品入主华资实业后，从多维度对华资实业深度赋能，公司传统主业改善确定性强，高附加值新业务将进入产能释放期，黄原胶差异化新品量价齐有望提升盈利能力，小麦糖浆可等量替代蔗糖，打开未来成长空间。中长期公司有望依托生物科技赛道打开成长天花板。考虑到非经常损益的影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 0.66（-0.73）亿元、0.87（-1.23）亿元，新增 2028 年盈利预测 1.45 亿元，分别同比增 12.7%、31.3%、65.7%，当前股价对应 PE 分别为 58.3、44.4、26.8 倍，考虑到股东赋能远期空间打开，维持“增持”评级。

● 黄原胶差异新品：卡位行业价值升级点，利润率有望提升

普通黄原胶国内产能高度集中、同质化供给过剩，食品级主流价格 1.60 万-1.85 万元/吨，行业利润空间被持续压缩。华资实业以技改推出的五款差异化胶体：透明型、耐盐耐高温、分散型、欧标、威兰胶五条产品线，将价格带整体上移至 1.5 万-6 万元/吨，产品升级有望提升黄原胶利润水平。目前公司差异化产品已获得国内外多家客户验证。油服客户对产品验证苛刻、一旦导入复购稳定，有望建立较强客户壁垒。我们判断随着产品结构升级与放量，黄原胶毛利率中枢有望抬升，成为公司利润弹性的主要来源。

● 烘焙专用小麦糖浆：小麦深加工开启 "价值重估"

华资实业子公司裕维生物联合多家科研院所完成的烘焙专用小麦糖浆联产谷朊粉、酒精成果，达到国内领先水平，标志着公司小麦深加工产品走向功能性配料的价值跃迁。核心逻辑包括：第一，小麦糖浆等量替代蔗糖，并针对烘焙行业上色差、易老化、货架期短的痛点进行优化，实现"功能升级+成本替代"双轮驱动；第二，实现"蛋白-糖-能源"的梯次利用，形成组合竞争优势。公司的糖浆新品属于存量业务上的新增量，边际投入小、协同效应强，有望同步打开"蔗糖替代"与"进口专用糖浆替代"双重空间，后续成长空间较大。

● 三季度业绩：收入高增，利润承压

华资实业 2026Q1-Q3 营收 5.88 亿元、同比+41.88%；归母净利 0.43 亿，同比-25.58%；扣非净利 0.27 亿，同比+61.31%。2026Q3 营收 2.39 亿元、同比+23.49%；归母净利 0.06 亿，同比-87.79%；扣非净利 0.06 亿，同比-49.48%。前三季度营收增长由黄原胶放量驱动，成为收入重要增量。盈利端呈扣非改善、归母扰动的分化：主要源于 2025 年同期资产处置高基数及联营投资收益下降、减值转回减少等，属一次性因素，与主业无关。我们认为后续随着差异化新品放量及小麦深加工协同深化，利润弹性有望在后续季度逐步兑现。

● 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风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	516	629	832	1,159	1,567
YOY(%)	-19.1	22.1	32.2	39.2	35.2
归母净利润(百万元)	25	59	66	87	145
YOY(%)	34.8	132.0	12.7	31.3	65.7
毛利率(%)	8.3	7.5	7.8	8.9	10.2
净利率(%)	4.9	9.4	8.0	7.5	9.2
ROE(%)	1.6	3.5	3.8	4.8	7.3
EPS(摊薄/元)	0.05	0.12	0.14	0.18	0.30
P/E(倍)	152.3	65.6	58.3	44.4	26.8
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	169	310	210	333	348
现金	42	90	58	81	110
应收票据及应收账款	17	41	0	0	0
其他应收款	1	16	1	18	3
预付账款	1	6	11	12	19
存货	35	93	75	156	153
其他流动资产	75	65	65	65	65
非流动资产	2030	2035	2277	2583	2966
长期投资	982	1018	1104	1199	1265
固定资产	93	810	919	1046	1251
无形资产	32	32	29	27	24
其他非流动资产	923	175	226	311	425
资产总计	2200	2346	2487	2916	3315
流动负债	388	487	581	932	1195
短期借款	41	89	467	573	950
应付票据及应付账款	250	92	0	0	0
其他流动负债	96	307	114	358	244
非流动负债	174	163	156	149	143
长期借款	0	43	35	29	23
其他非流动负债	174	120	120	120	120
负债合计	561	650	736	1080	1338
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	696	778	912
归属母公司股东权益	1638	1695	1751	1835	1977
负债和股东权益	2200	2346	2487	2916	3315

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	139	-6	-58	288	175
净利润	25	59	66	87	145
折旧摊销	16	36	68	82	101
财务费用	10	20	33	47	71
投资损失	-21	-38	-61	-69	-35
营运资金变动	169	-47	-120	202	-24
其他经营现金流	-60	-37	-45	-62	-83
投资活动现金流	-50	-181	-246	-315	-444
资本支出	352	253	224	292	418
长期投资	302	0	-86	-96	-66
其他投资现金流	1	73	64	73	40
筹资活动现金流	-95	236	-155	-76	-89
短期借款	-119	48	378	106	377
长期借款	0	43	-7	-7	-6
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	1	0	0	0
其他筹资现金流	21	145	-526	-176	-461
现金净增加额	-6	49	-459	-103	-359

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	516	629	832	1159	1567
营业成本	473	582	767	1055	1407
营业税金及附加	5	7	7	9	13
营业费用	2	3	2	3	3
管理费用	47	43	57	75	31
研发费用	0	2	1	1	2
财务费用	10	20	33	47	71
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	21	38	61	69	35
资产处置收益	0	12	3	4	5
营业利润	34	54	74	102	160
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	33	54	74	102	160
所得税	8	-5	8	15	15
净利润	25	59	66	87	145
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	59	66	87	145
EBITDA	50	95	160	216	306
EPS(元)	0.05	0.12	0.14	0.18	0.30

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-19.1	22.1	32.2	39.2	35.2
营业利润(%)	20.6	57.3	38.3	37.5	56.9
归属于母公司净利润(%)	34.8	132.0	12.7	31.3	65.7
获利能力					
毛利率(%)	8.3	7.5	7.8	8.9	10.2
净利率(%)	4.9	9.4	8.0	7.5	9.2
ROE(%)	1.6	3.5	3.8	4.8	7.3
ROIC(%)	1.5	3.4	3.6	4.6	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	27.7	29.6	37.1	40.4
净负债比率(%)	6.3	9.0	28.6	31.5	46.6
流动比率	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	27.8	32.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.5	3.4	16.7	0.0	0.0
（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.12	0.14	0.18	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-0.01	-0.12	0.59	0.36
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.50	3.61	3.78	4.08
估值比率					
P/E	152.3	65.6	58.3	44.4	26.8
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	79.4	42.3	27.4	20.6	15.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（北交所基准指数为北证 50 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。		

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：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