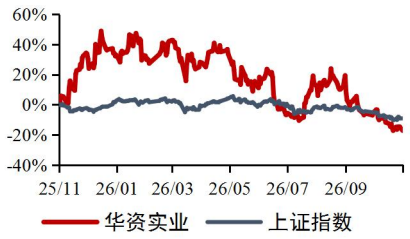
农产品加工Ⅲ

华资实业（600191.SH） 增持-A(维持)

黄原胶产品结构升级，烘焙糖浆替代蔗糖有望放量

2026 年 11 月 10 日 公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 9 日

收盘价（元/股）：	7.77
年内最高/最低（元/股）：	14.24/7.63
流通 A 股/总股本（亿股）：	4.85/4.85
流通 A 股市值（亿元）：	37.68
总市值（亿元）：	37.68

基础数据：2026 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.09
摊薄每股收益(元/股)：	0.09
每股净资产(元/股)：	3.58
净资产收益率(%)：	2.46

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

事件描述

➢ 公司发布 26 年三季报业绩，26Q1-Q3 公司实现营收 5.88 亿元，同比+41.88%；归母净利润 0.43 亿元，同比-25.58%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同比+61.31%。

事件点评

➢ **收入改善延续，利润端承压。**公司 2026 年前三季度实现营收 5.88 亿元，同比+41.88%；归母净利润 0.43 亿元，同比-25.58%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同比+61.31%。前三季度公司营业收入同比增长显著，主要由黄原胶产品销售增长驱动，收入端延续改善；但归母净利润同比下滑，呈现增收不增利特征，主因上年同期资产处置收益形成高基数、联营企业投资收益同比减少，以及信用减值损失转回金额较上年同期下降所致。26 年前三季度公司综合毛利率为 7.84%，同比+1.64pct。费用率方面，26 年前三季度公司期间费用率为 6.03%，同比-6.62pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/2.83%/0.53%/2.27%，同比分别-0.05pct/-5.57pct/+0.1pct/-1.09pct。

➢ **黄原胶产品结构升级，毛利率中枢有望上移。**普通黄原胶同质化供给过剩、以价格竞争为主，行业盈利空间持续收窄；经深度纯化、改性优化与合规升级的差异化胶体切入具体应用需求，价格带与毛利率均显著高于通用级产品。公司在现有黄原胶产线基础上经技改形成五款差异化胶体梯队：分散型（1.5–1.7 万元/吨）、耐盐耐高温型与欧标型（2.1–2.6 万元/吨）、透明型与威兰胶（4.5–6.0 万元/吨）。随着高溢价品种销量占比提升，公司综合吨价中枢有望上移，单位毛利同步扩张，进而抬升毛利率中枢，构成盈利能力改善的核心来源。

➢ **烘焙糖浆能够等量替代蔗糖，实现“品质升级+低成本替代”**。公司子公司裕维生物联合多家科研院所完成的烘焙糖浆联产谷朊粉、酒精成果，经山东省粮油学会评价达到国内领先水平。该成果以制糖副产的次级淀粉与残糖液为起点，实现物料全量梯次利用；针对小麦淀粉黏度高、难水解的痛点，形成淀粉分级利用与节能浓缩成套技术，提升糊化与酶解转化率，制成烘焙专用小麦糖浆。由此，该产品可按固形物含量等量替代蔗糖，设备适配性与发酵稳定性良好，应用于面包、蛋挞等制品可改善上色均匀度与保湿性、延缓淀粉老化并延长货架期。由于售价低于蔗糖，等量替代可直接转化为下游

采购成本的下降，价格差构成客户切换动力，在降低烘焙企业成本、缓解蔗糖与进口原料依赖的同时，也为公司打开替代放量的空间。

投资建议

➢ 中裕食品控股后，有望从产业链协同、运营效率提升、渠道拓展与研发技术四个方面赋能。短期看，传统主业改善趋势较为明确，高附加值新业务进入产能释放期，叠加黄原胶新品量价齐升，有望带动盈利能力抬升；烘焙糖浆可低成本等量替代蔗糖。中长期看，公司有望依托生物科技赛道打开成长空间。考虑到公司非经常损益及联营企业的投资收益下降的影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年净利润分别为 0.68\0.86\1.43 亿元，11 月 9 收盘价对应 2026-2028 年 PE 分别为 55.5/43.9/26.3 倍，维持“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	863	1,173	1,575
YoY(%)	-19.1	22.1	37.1	36.0	34.3
净利润(百万元)	25	59	68	86	143
YoY(%)	34.8	132.0	14.9	26.6	66.8
毛利率(%)	8.3	7.5	8.0	8.9	10.7
EPS(摊薄/元)	0.05	0.12	0.14	0.18	0.30
ROE(%)	1.6	3.5	3.9	4.7	7.2
P/E(倍)	148.1	63.8	55.5	43.9	26.3
P/B(倍)	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	4.9	9.4	7.9	7.3	9.1

资料来源：常闻，山西证券研究所

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	379	431	460
现金	42	90	196	117	158
应收票据及应收账款	17	41	38	70	75
预付账款	1	6	8	8	13
存货	35	93	66	148	133
其他流动资产	75	80	71	88	81
非流动资产	2030	2035	2238	2556	2888
长期投资	982	1018	1104	1189	1275
固定资产	93	810	919	1153	1400
无形资产	32	32	29	27	24
其他非流动资产	923	175	186	187	189
资产总计	2200	2346	2617	2987	3349
流动负债	388	487	652	923	1130
短期借款	41	89	89	563	402
应付票据及应付账款	250	92	437	0	469
其他流动负债	96	307	126	360	259
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	865	1152	1373
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	694	768	894
归属母公司股东权益	1638	1695	1752	1835	1975
负债和股东权益	2200	2346	2617	2987	3349

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	345	-202	596
净利润	25	59	68	86	143
折旧摊销	16	36	68	86	111
财务费用	10	20	29	54	76
投资损失	-21	-38	-50	-50	-50
营运资金变动	169	-47	255	-337	376
其他经营现金流	-60	-37	-25	-40	-60
投资活动现金流	-50	-181	-196	-314	-333
筹资活动现金流	-95	236	-44	-37	-63
每股指标（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	0.71	-0.42	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.50	3.61	3.78	4.07

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	516	629	863	1173	1575
营业成本	473	582	794	1068	1406
营业税金及附加	5	7	9	12	16
营业费用	2	3	3	4	3
管理费用	47	43	24	27	25
研发费用	0	2	3	4	3
财务费用	10	20	29	54	76
资产减值损失	30	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	21	38	50	50	50
营业利润	34	54	75	94	155
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	75	94	156
所得税	8	-5	8	8	12
税后利润	25	59	68	86	143
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	59	68	86	143
EBITDA	50	95	147	199	296

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-19.1	22.1	37.1	36.0	34.3
营业利润(%)	20.6	57.3	39.8	25.1	65.4
归属于母公司净利润(%)	34.8	132.0	14.9	26.6	66.8
获利能力					
毛利率(%)	8.3	7.5	8.0	8.9	10.7
净利率(%)	4.9	9.4	7.9	7.3	9.1
ROE(%)	1.6	3.5	3.9	4.7	7.2
ROIC(%)	1.4	3.2	3.4	3.9	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	27.7	33.1	38.6	41.0
流动比率	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2
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	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	148.1	63.8	55.5	43.9	26.3
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	79.0	41.9	26.5	22.4	14.5

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。本报告清晰准确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

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

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

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

