仅供内部参考，请勿外传

中粮糖业（600737.SH）

糖“伴”番茄坐稳双龙头，药与渠道再启新叙事

中粮糖业是国内领先的综合食糖与番茄旗舰平台，主营业务涵盖加工糖、贸易糖、自产糖及番茄制品，从传统糖业贸易商发展为覆盖国内外制糖、进口及港口炼糖、仓储物流及番茄制品加工等环节的全产业链平台。

2025 年，公司实现营业收入 265.11 亿元，同比下降 18.42%；归母净利润同比下降 44.5%（2026 年上半年已逆势同比增长 36.7%）；盈余现金保障倍数达 1.34 倍，公司在周期底部展现盈利韧性，利润现金含金量充足。其中，加工糖实现收入 91.05 亿元，毛利率逆势提升至 17.21%；贸易糖实现收入 87.32 亿元，毛利率为 1.41%；番茄制品主营业务实现收入 19.92 亿元，毛利率高达 30.00%，多业务板块共同支撑公司业绩筑底。

行业层面，全球食糖与加工番茄产业供给均高度集中，主产区决定全球供给格局。国内两大产业生产规模领先，但人均消费远低于国际水平。当前食糖自给率稳步提升，药用、新能源等新兴应用拓宽增量；加工番茄外需承压，内需随餐饮升级及下沉市场渗透具备充足成长空间。

特色业务方面，公司深耕药用糖赛道，搭建全品类产品矩阵、构筑技术壁垒。2025 年实现产能落地与市场化突破，业务规模快速扩容。2026 年上半年持续推进注射级蔗糖药品申报备案，落地多家商业化合作，顺利打开高附加值增量赛道。

公司核心优势在于全产业链与双龙头模式。截至 2025 年末，公司在全国布局了 5 家甘蔗厂、8 家甜菜厂、3 家炼糖厂及 12 家番茄工厂，依托进口配额资质、数智化农业管控和超 200 万吨/年的炼糖产能，持续平滑大宗商品周期波动。

综合考虑番茄原料成本周期、食糖产销与价格走势、各糖业务成本及毛利差异、农产品种植气候影响、费用率维持稳定等因素后，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 11.83 亿元、15.77 亿元、19.89 亿元，对应的 EPS 分别为 0.55 元、0.74 元、0.93 元，对应 2026-2028 年 P/E 估值分别为 25.8、19.4、15.4 倍。考虑到公司食糖全链龙头地位稳固、番茄业务内需挖潜，药用糖及小包装番茄制品升级打开中长期空间，首次覆盖给予“**买入**”评级。

风险提示：政策变动风险；汇率和价格波动风险；原料供应不足风险；国际局势变化的风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	32,497	26,511	21,351	23,435	26,652
增长率 yoy（%）	-1.9	-18.4	-19.5	9.8	13.7
归母净利润（百万元）	1,713	951	1,183	1,577	1,989
增长率 yoy（%）	-17.4	-44.5	24.4	33.3	26.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.80	0.44	0.55	0.74	0.93
净资产收益率（%）	14.9	8.3	10.2	13.2	16.0
P/E（倍）	17.8	32.1	25.8	19.4	15.4
P/B（倍）	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5

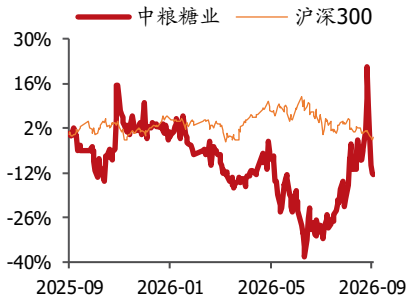
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 16 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	农产品加工
09 月 16 日收盘价（元）	14.28
总市值（百万元）	30,542.75
总股本（百万股）	2,138.85
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	105.57

股价走势



作者

分析师　张斌梅
执业证书编号：S0680523070007
邮箱：zhangbinmei@gszq.com
分析师　沈嘉妍
执业证书编号：S0680524040001
邮箱：shenjiayan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13894	14844	13927	14590	15571
现金	837	1465	4748	4948	5644
应收票据及应收账款	1169	1179	830	911	1036
其他应收款	1826	1379	1127	1237	1407
预付账款	423	417	311	339	383
存货	8524	9092	5848	5693	5888
其他流动资产	1117	1312	1062	1462	1212
非流动资产	6209	6055	6054	5991	5890
长期投资	1	2	2	2	2
固定资产	4585	4695	4789	4816	4785
无形资产	788	761	724	683	643
其他非流动资产	834	597	540	490	460
资产总计	20103	20899	19981	20581	21461
流动负债	7973	8973	7846	8058	8448
短期借款	3494	4438	4338	4238	4138
应付票据及应付账款	1960	1606	1249	1361	1540
其他流动负债	2518	2929	2260	2459	2770
非流动负债	367	252	294	295	296
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	367	252	294	295	296
负债合计	8339	9225	8140	8353	8744
少数股东权益	251	249	261	277	297
股本	2139	2139	2139	2139	2139
资本公积	4628	4628	4628	4628	4628
留存收益	3619	3693	3951	4323	4791
归属母公司股东权益	11513	11426	11580	11952	12420
负债和股东权益	20103	20899	19981	20581	21461

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2634	1288	5102	2118	2948
净利润	1744	958	1195	1593	2009
折旧摊销	433	463	546	601	649
财务费用	88	76	81	79	78
投资损失	10	-65	-43	-23	-13
营运资金变动	-429	-1104	2548	-902	-545
其他经营现金流	790	960	775	770	770
投资活动现金流	-726	-594	-505	-535	-555
资本支出	-738	-601	-540	-550	-560
长期投资	8	0	0	0	0
其他投资现金流	4	7	35	15	5
筹资活动现金流	-2063	-55	-1293	-1384	-1697
短期借款	-174	944	-100	-100	-100
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	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1890	-999	-1193	-1284	-1597
现金净增加额	-161	628	3284	200	696

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32497	26511	21351	23435	26652
营业成本	28431	23485	18272	19918	22537
营业税金及附加	124	114	85	94	107
营业费用	353	330	246	270	307
管理费用	765	490	534	492	533
研发费用	57	57	47	47	53
财务费用	1	30	59	8	3
资产减值损失	-670	-990	-757	-760	-760
其他收益	88	106	64	70	80
公允价值变动收益	-17	10	0	0	0
投资净收益	-10	65	43	23	13
资产处置收益	2	1	0	0	0
营业利润	2129	1230	1458	1941	2445
营业外收入	22	14	15	15	15
营业外支出	37	20	25	25	25
利润总额	2114	1224	1448	1931	2435
所得税	370	266	253	338	426
净利润	1744	958	1195	1593	2009
少数股东损益	30	7	12	16	20
归属母公司净利润	1713	951	1183	1577	1989
EBITDA	2608	1867	2054	2540	3088
EPS（元/股）	0.80	0.44	0.55	0.74	0.93

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.9	-18.4	-19.5	9.8	13.7
营业利润(%)	-18.0	-42.2	18.6	33.1	26.0
归属母公司净利润(%)	-17.4	-44.5	24.4	33.3	26.2
获利能力					
毛利率(%)	12.5	11.4	14.4	15.0	15.4
净利率(%)	5.3	3.6	5.5	6.7	7.5
ROE(%)	14.9	8.3	10.2	13.2	16.0
ROIC(%)	11.7	6.7	7.7	9.7	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	44.1	40.7	40.6	40.7
净负债比率(%)	23.2	27.2	-2.8	-5.2	-11.2
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	0.5	0.5	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.3	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	28.1	22.6	21.2	26.9	27.4
应付账款周转率	18.8	13.5	13.2	15.6	15.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.44	0.55	0.74	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	0.60	2.39	0.99	1.38
每股净资产(最新摊薄)	5.38	5.34	5.41	5.59	5.81
估值比率					
P/E	17.8	32.1	25.8	19.4	15.4
P/B	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
EV/EBITDA	9.4	21.4	14.7	11.8	9.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 16 日收盘价

内容目录

中粮糖业：双支柱布局的央企糖业旗舰.....5
糖茄双核，国内外制糖炼糖贸易番茄全链.....5
央企绝对控股，其余股权高度分散.....5
财务分析：周期底部盈利韧性修复，财务结构持续优化.....7
食糖全产业链稳波动，自产炼糖贸易一体化.....10
食糖行业全球变数交织叠加，国内需求具备挖掘潜力.....10
生产国集中，气候扰价——全球糖市震荡里掘缺口.....10
产增缺口收窄，全链补位——中国食糖寻底中释潜力.....12
自产糖板块百万吨布局，原料成本主导盈利.....13
加工糖产能居国内首位，高毛利领跑.....13
贸易糖薄利经营保供应，期现结合稳价差.....14
番茄制品高毛利弹性，展第二增长曲线.....16
番茄行业全球去库存后低位企稳，国内消费打开增长空间.....16
产能过剩，需求平稳——全球番茄行业变局中待突围.....16
出口承压，内需待启——中国番茄行业低谷中觅新机.....16
番茄板块盈利优势显著，战略调优驱动转型.....18
公司竞争优势：双主业战略转型与新增长曲线共振.....19
食糖番茄双龙头，全产业链筑壁垒.....19
全品类药用糖矩阵成型，打开第二成长曲线.....19
ESG 与零碳工厂建设领先，夯实绿色制造与国际化竞争软实力.....20
投资建议.....22
盈利预测.....22
投资建议.....23
风险提示.....24

图表目录

图表 1：中粮糖业巴西甘蔗田.....5
图表 2：中粮糖业股权结构.....6
图表 3：2016-2026 年 H1 营业收入及同比变化（单位：亿元）.....7
图表 4：2025 年营业收入构成.....8
图表 5：2026H1 营业收入构成.....8
图表 6：2016-2026 年 H1 营业利润及销售毛利率（单位：亿元）.....8
图表 7：2016-2026 年 H1 归母净利润及其同比变化（单位：亿元）.....8
图表 8：2016-2026 年 H1 净利润与经营活动现金流对比图（单位：亿元）.....9
图表 9：2016-2026 年 H1 资产负债率走势.....9
图表 10：中粮糖业杜邦分析.....9
图表 11：全球主要生产国糖产量（单位：千吨）.....10
图表 12：世界主要原糖出口国分布图.....11
图表 13：全球糖消费量及商品价格走势（左：千吨，右：美元/千克）.....11
图表 14：国内现货白糖价格走势（单位：元/吨）.....12
图表 15：国内糖消费量和外贸依存度（左：千吨）.....12
图表 16：中国食糖产业链全景图.....12
图表 17：2017-2025 年自产糖营收及同比变化（单位：千万元）.....13
图表 18：2017-2025 年自产糖毛利及毛利率（单位：千万元）.....13
图表 19：中国历年糖净进口量（单位：千吨）.....14
图表 20：2025 年中国原糖进口来源国.....14
图表 21：2017-2025 年加工糖营收及同比变化（单位：千万元）.....14
图表 22：2017-2025 年加工糖毛利及毛利率（单位：千万元）.....14
图表 23：2017-2025 年贸易糖营收及同比变化（单位：千万元）.....15

图表 24: 2017-2025 年贸易糖毛利及毛利率（单位：千万元）.....15
图表 25: 全球加工番茄主要生产联盟与主产区.....16
图表 26: 中国近年番茄汁进出口数量（单位：千克）.....17
图表 27: 中国番茄大宗商品价格走势（单位：元/公斤）.....17
图表 28: 全中国加工番茄需求场景与需求侧数据支撑.....17
图表 29: 2016-2025 年番茄制品营收及同比变化（单位：千万元）.....18
图表 30: 2016-2025 年番茄制品毛利及毛利率（单位：千万元）.....18
图表 31: 中粮番茄智慧农业管理系统调度界面.....19
图表 32: 中粮糖业注射级用药糖.....20
图表 33: 中粮崇左糖业（左）、北海糖业（右）鸟瞰图.....20
图表 34: 中粮糖业绿色工厂认证.....21
图表 35: 盈利预测表（百万元）.....22
图表 36: 财务指标预测结果.....23
图表 37: 可比公司估值比较.....23

中粮糖业：双支柱布局的央企糖业旗舰

糖茄双核，国内外制糖炼糖贸易番茄全链

中粮糖业控股股份有限公司 1993 年 9 月 18 日成立，1996 年 7 月 31 日在上海证券交易所向社会公开发行普通股并上市交易，简称中粮糖业，是以食糖和番茄为主业的央企控股公司，两大产业在国内均处于龙头地位。从事业务包括国内外制糖、食糖进口、炼糖、食糖贸易销售以及番茄制品加工，在国内外具有完善的产业布局。

在国内甘蔗、甜菜制糖领域，中粮糖业是服务“三农”，提升国内糖业种植、加工能力的积极力量；在国外制糖领域，运营澳洲 Tully 糖厂；在进口及港口炼糖环节，作为国家食糖进口的主渠道，是衔接海外资源与国内市场的桥梁；在国内食糖贸易和仓储物流环节，是国内领先的食糖贸易商之一，是促进国内食糖产业稳定发展的主力军。

图表1：中粮糖业巴西甘蔗田



资料来源：中粮集团官网，国盛证券研究所

中粮糖业旗下番茄业务主要从事番茄及其他果蔬产品加工、销售，并持续向上下游延伸，实现农业产业化和涉足番茄制品、番茄保健品业务，构建番茄制品的全产业链控制体系。全国糖酒会自 1955 年创办以来，服务于不同历史时期的食品和酒类行业，在国内享有盛誉，是糖酒食品行业的“风向标”和“晴雨表”。

央企绝对控股，其余股权高度分散

从股权架构来看，中粮糖业的最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国资委通过 100%持股中粮集团实现对上市公司的控制。中粮集团直接持有中粮糖业 50.73%股份，拥有绝对控股权。公司前十大股东包含机构及 ETF 股东、自然人投资者，形成以国有资本为主导，机构、个人及公众投资者共同参与的多元化股权格局，国资控股底座稳固，二级市场股东结构较为分散。

图表2：中粮糖业股权结构

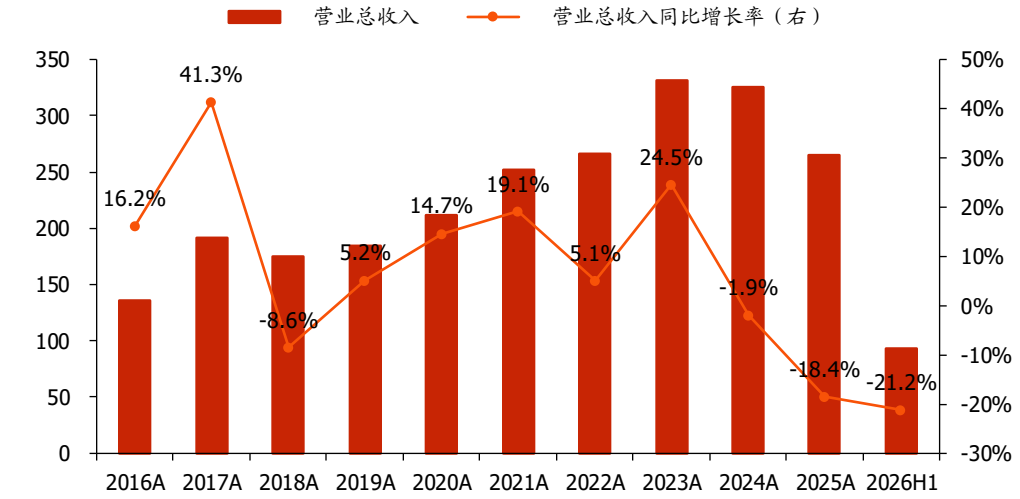


资料来源：iFinD，爱企查，国盛证券研究所
注：截止时间为 2026 年 6 月 30 日

财务分析：周期底部盈利韧性修复，财务结构持续优化

2025 年公司实现总营业收入 265.11 亿元，同比下降 18.42%，2026 年上半年，实现营业总收入 92.77 亿元，同比下降 21.16%，核心原因在于行业周期下行导致的“量价双降”，即主要产品销量及售价同比均有所回落，以及受番茄业务在 2025 产季主动减产控量影响，结转至 2026 年初库存同比下降，2026 上半年销量有所回落。

图表3：2016-2026 年 H1 营业收入及同比变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

从具体产品板块拆分来看，2025 年主营业务收入构成如下：

1）加工糖：实现营业收入 91.05 亿元，占总营收的 34.3%。是第一大收入支柱，其 2025 年毛利率逆势提升至 17.21%。

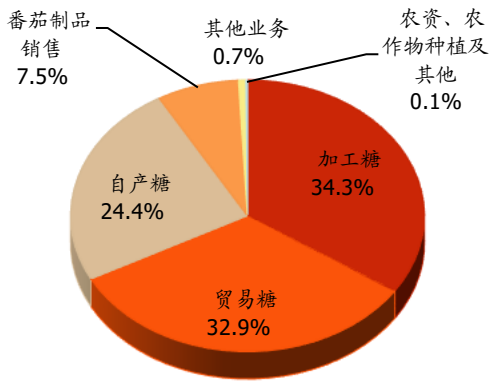
2）贸易糖：实现营业收入 87.32 亿元，占总营收的 32.9%。

3）自产糖：实现营业收入 64.68 亿元，占总营收的 24.4%。受糖价弱势运行折射，毛利率降至 10.73%。

4）番茄制品：实现主营收入 19.92 亿元，占总营收的 7.5%。虽体量较小，但盈利能力极强，毛利率高达 30.00%，为利润大盘提供了关键的弹性支撑。

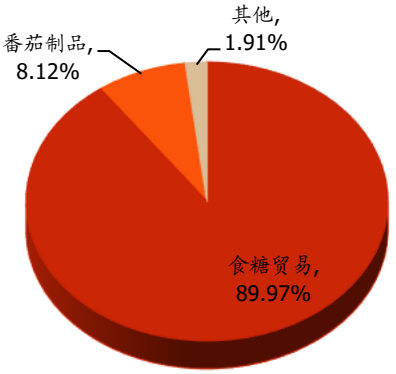
5）其他业务与农资种植：其他业务贡献 1.822 亿元（占比 0.7%）；农资、农作物种植及其他贡献 0.321 亿元（占比 0.1%），共同构成剩余的小微份额。

图表4：2025 年营业收入构成



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

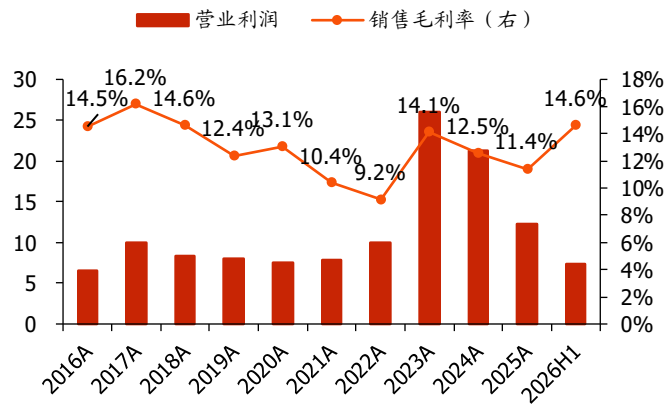
图表5：2026H1 营业收入构成



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

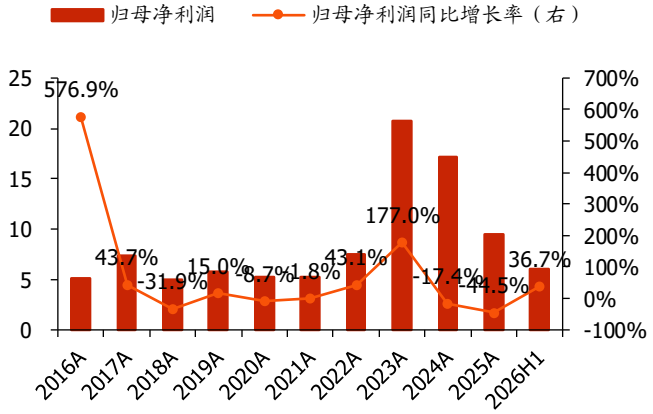
全价值链成本管理，归母净利润逆势上升。2025 年，公司实现销售毛利率 11.4%，归母净利润同比下降 44.5%；2026 年上半年，在营收同比收缩的背景下，销售毛利率大幅回升至 14.6%，归母净利润逆势同比上涨 36.7%。这一反弹主要得益于公司精细化实施“全价值链成本管理”，使主要产品单位成本降幅大于售价降幅，从而释放了利润弹性。

图表6：2016-2026 年 H1 营业利润及销售毛利率（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

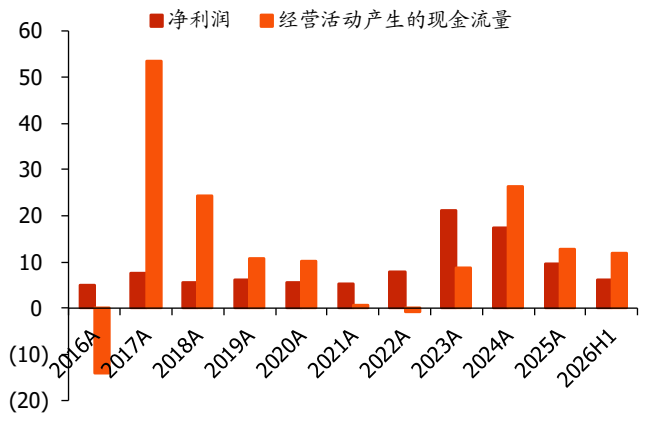
图表7：2016-2026 年 H1 归母净利润及其同比变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

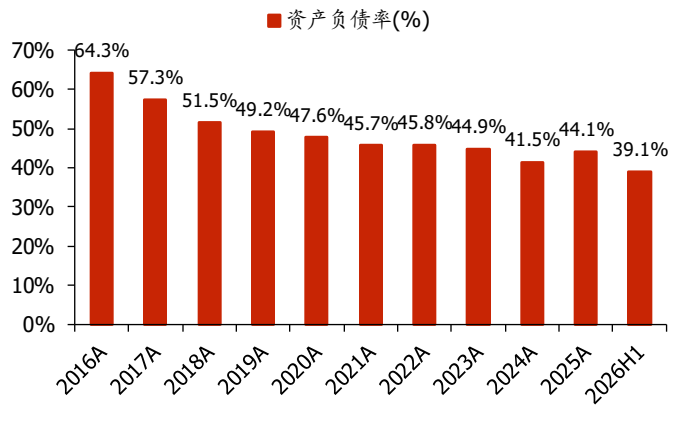
净利润现金含量高，杠杆水平稳健下行。2025 年公司盈余现金保障倍数为 1.34 倍，2026 年上半年，进一步提升至 1.94 倍，公司利润有充足的现金流入，营运资金占用同比显著减少；公司的资产负债率自 2016 年以来逐步下行，2025 年同比小幅升至 44.1%，2026 年上半年末下降至 39.1%的历史低位，杠杆的精简主要来源于有息负债的主动偿还，2026 年中期末公司短期借款 29.96 亿元，大幅优化了资本结构并节约了后续利息支出。

图表8：2016-2026 年 H1 净利润与经营活动现金流对比图（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

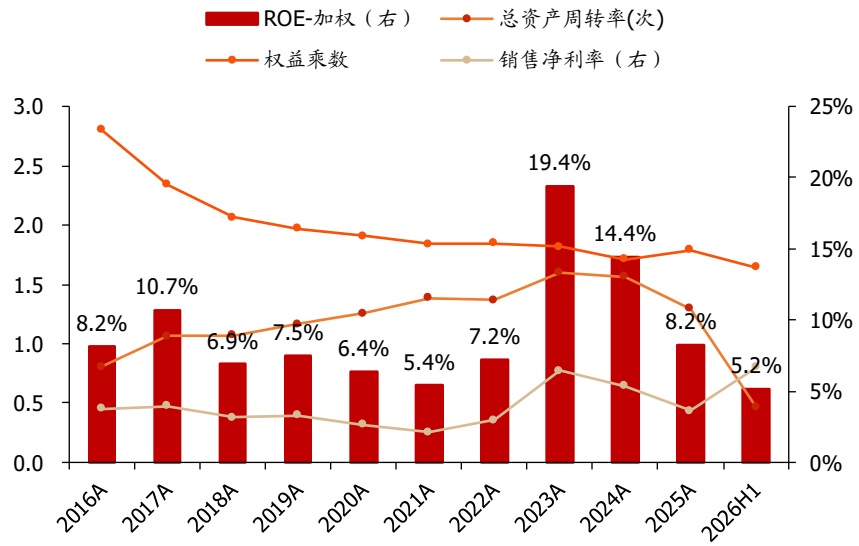
图表9：2016-2026 年 H1 资产负债率走势



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

从杜邦拆解看，2025 年中粮糖业加权 ROE 降至 8.24%，较 2024 年 14.44%显著下滑，主要系销售净利率、总资产周转率双重承压，杠杆水平基本稳定。受食糖、番茄制品周期下行影响，公司净利率由 5.37%回落至 3.61%，同时营收收缩拉低资产周转效率；公司并未通过加杠杆对冲周期压力。2026 年上半年净利率修复至 6.65%、ROE 回升至 5.19%，反映糖价回暖带来盈利改善，资产周转表现有待全年数据验证。

图表10：中粮糖业杜邦分析



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

食糖全产业链稳波动，自产炼糖贸易一体化

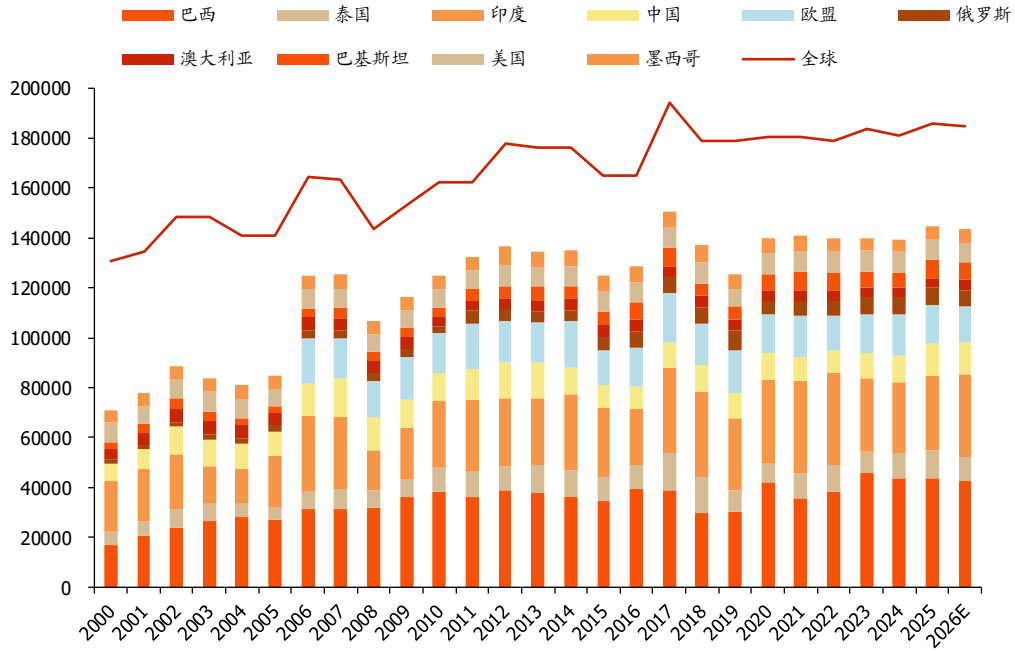
中粮糖业的食糖业务贡献公司绝大部分收入，依照产品分类，可细分为贸易糖、自产糖、加工糖。

食糖行业全球变数交织叠加，国内需求具备挖掘潜力

生产国集中，气候扰价——全球糖市震荡里掘缺口

从全球范围来看，食糖作为大宗贸易商品，具有生产国集中、进口国分散的特点。全球主要生产国和地区包括巴西、印度、欧盟、中国、泰国、美国、巴基斯坦、俄罗斯、墨西哥和澳大利亚等，根据 Greenpool 数据显示，前十位食糖产量约占全球总产量的 75%；前四大出口国分别是巴西、泰国、印度和澳大利亚，整体出口量占全球比重超过 66%。

图表11：全球主要生产国糖产量（单位：千吨）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表12：世界主要原糖出口国分布图

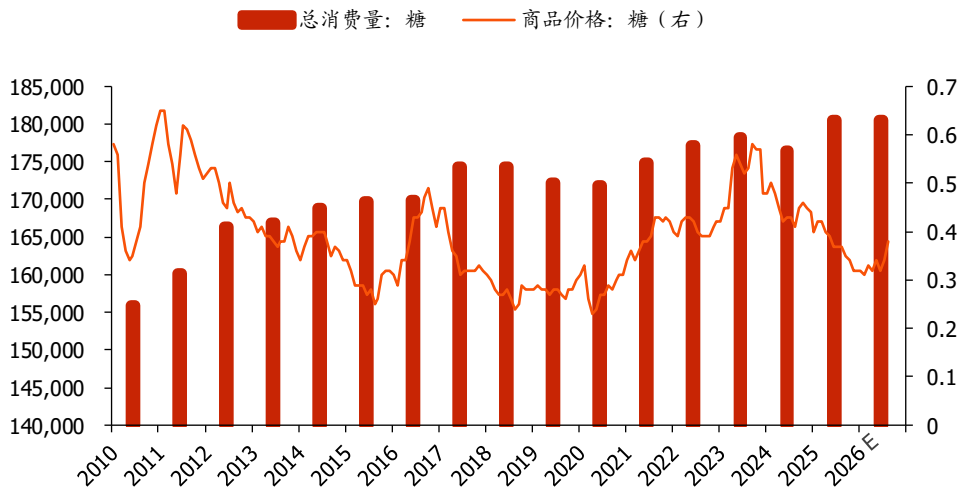


资料来源：USDA，NB Map，国盛证券研究所

根据国际糖业组织（ISO）报告，2025/26 榨季全球食糖产量约 1.82 亿吨，整体保持平稳。该机构 5 月发布的最新预测显示，2026/27 榨季全球食糖产量预计为 1.80 亿吨，同比下降 1.1%，全球食糖市场或将出现 26.2 万吨的供应缺口，主要原因是厄尔尼诺气候可能对印度和泰国的甘蔗收成造成影响。

2026 年上半年，国际宏观经济环境复杂多变，全球食糖供大于需。国际贸易纷争、地缘冲突不断，国际金融、能源、航运及大宗商品市场波动明显加剧。北半球主产国普遍增产，巴西中南部下榨季产量前景乐观，在多种因素推动下，国际原糖价格宽幅震荡。

图表13：全球糖消费量及商品价格走势（左：千吨，右：美元/千克）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

产增缺口收窄，全链补位——中国食糖寻底中释潜力

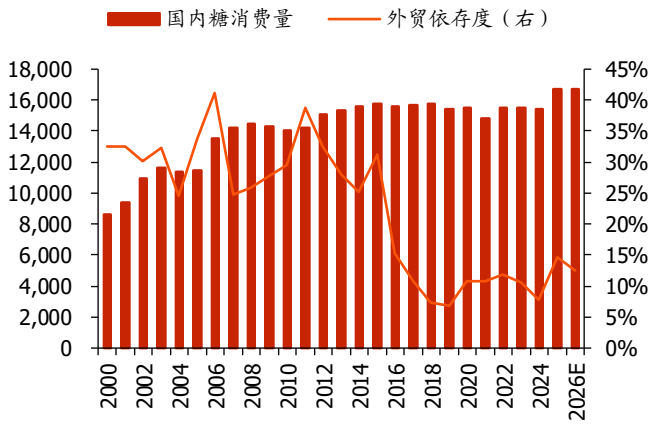
我国是重要的食糖生产国和消费国，“十四五”期间，国内食糖年产量约 1,000 万吨、年消费量约 1,500 万吨，国内食糖进口依存度维持在 35%左右，缺口部分通过进口糖补充。随着糖料作物种植面积的调整、甘蔗品质优化、种植技术升级等因素，我国 2025/26 榨季产糖量 1,250 万吨，国内消费量与自产糖供给量缺口收窄，食糖自给率韧性增强。在能源价格、国际糖价、产区库存等因素影响下，国内糖价仍处于震荡寻底阶段。

图表14：国内现货白糖价格走势（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

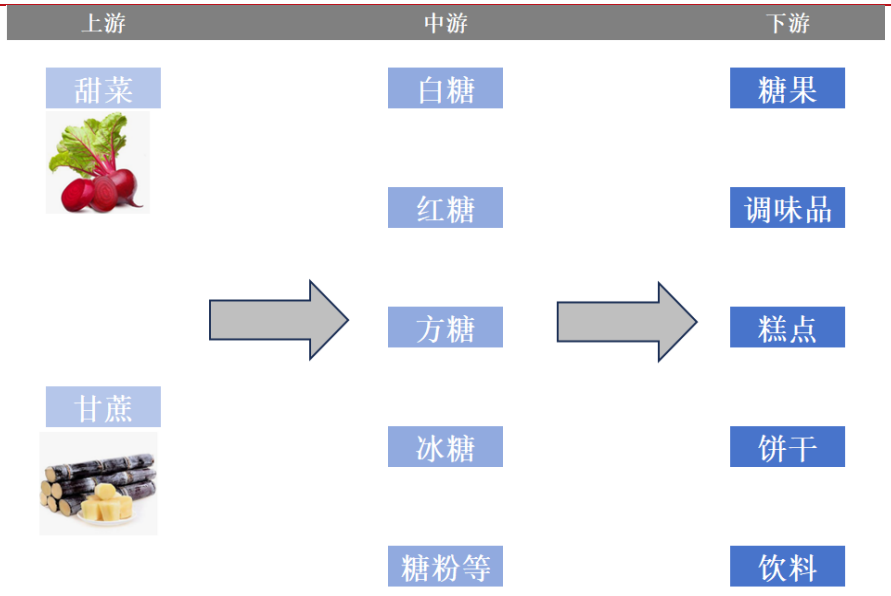
图表15：国内糖消费量和外贸依存度（左：千吨）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

食糖产业链上游原料以甘蔗为主，甘蔗糖约占全国食糖总产量的 88%。从消费现状来看，我国人均年食糖消费量不足世界平均水平的 50%，我国食糖消费呈现“以工业消费为主、居民消费为辅”的格局。随着中国人口老龄化加速以及科技进步，食糖在食品、医药、化工、新能源等领域的应用也更加广泛，食糖的消费潜力也将进一步释放。

图表16：中国食糖产业链全景图



资料来源：中商产业研究院，国盛证券研究所

中粮糖业稳居国内食糖行业龙头地位。公司拥有从国内外制糖、食糖进口及港口炼糖到国内贸易、仓储物流的全产业链运营模式，具备显著的全产业链、全价值链优势，在全

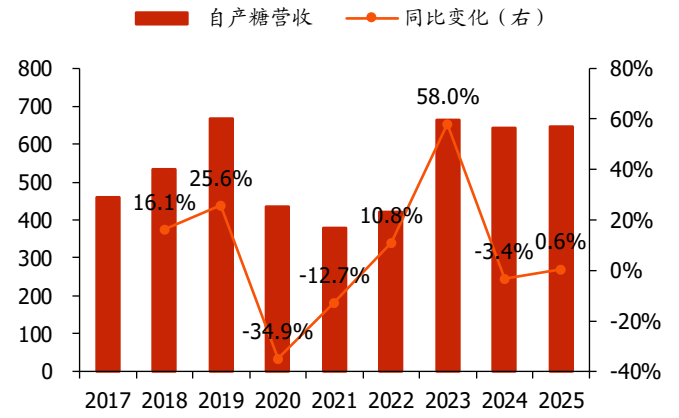
国布局了 5 家甘蔗制糖厂、8 家甜菜制糖厂、3 家炼糖厂，其中甜菜糖产量超过 35 万吨每年，是中国最大的甜菜糖生产企业。

自产糖板块百万吨布局，原料成本主导盈利

自产糖，即以甘蔗、甜菜为原料制作而成的食糖。公司在国内共拥有 13 家制糖企业，遍布于广西、云南等优势原料主产区；在海外运营位于澳大利亚昆士兰州的塔利糖业。在制糖领域，中粮糖业在国内外甘蔗、甜菜制糖领域年产糖合计约 100 万吨。

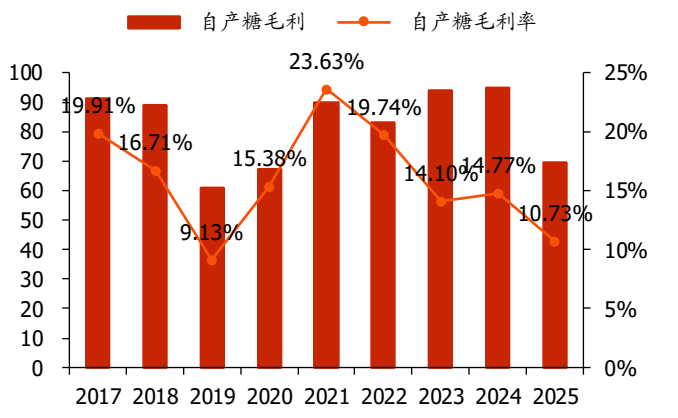
自产糖板块的成本构成以原料采购为主。公司甜菜产业全程机械化率达 100%，2025 年自产糖成本中，人工成本仅占比 6.36%，采购成本占成本比例 80.79%，原料成本是决定自产糖盈利水平的核心变量。2025 年公司自产糖营收同比增加 0.6%，毛利率为 10.73%。

图表17：2017-2025 年自产糖营收及同比变化（单位：千万元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表18：2017-2025 年自产糖毛利及毛利率（单位：千万元）

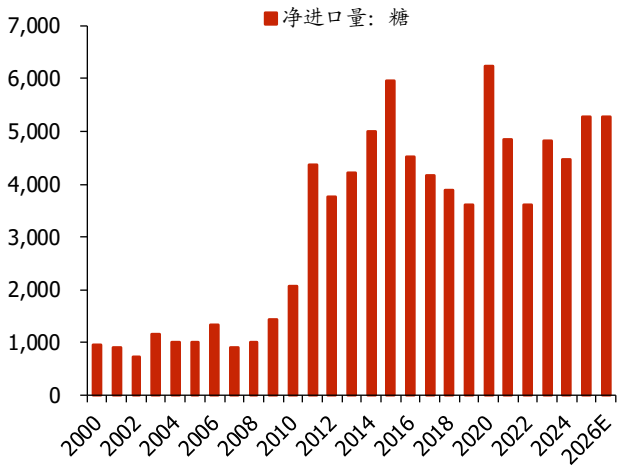


资料来源：iFinD，国盛证券研究所

加工糖产能居国内首位，高毛利领跑

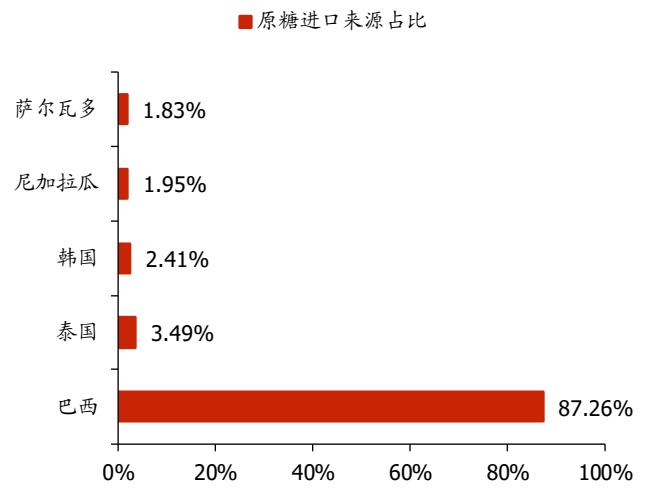
加工糖：亦称炼糖，即将原糖进一步加工为食糖。中粮糖业是我国食糖进口的主渠道，是连接两个市场两种资源的重要桥梁。随着漳州糖厂的建成与投产，中粮糖业已具备超过 200 万吨/年的炼糖产能，稳居国内行业首位。

图表19：中国历年糖净进口量（单位：千吨）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

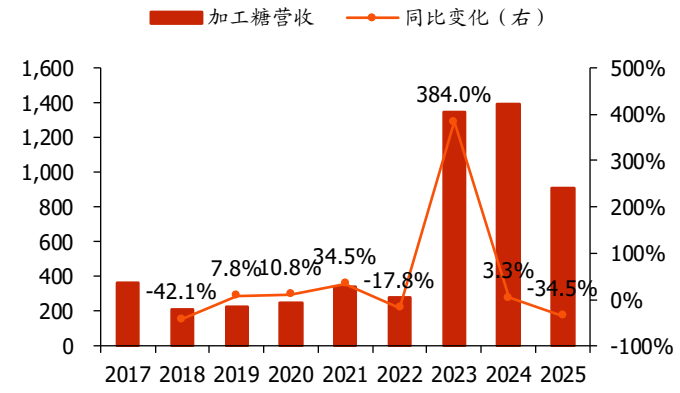
图表20：2025 年中国原糖进口来源国



资料来源：云糖网，国盛证券研究所

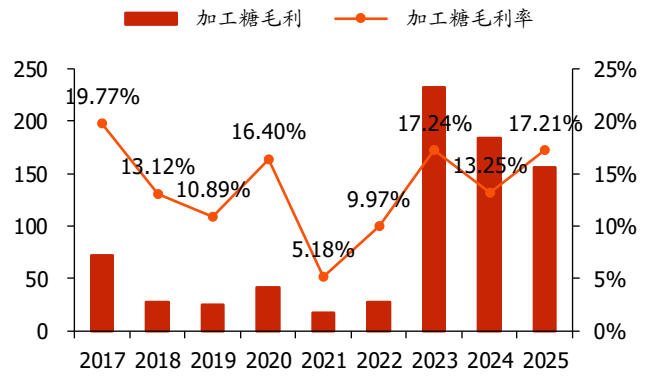
加工糖毛利率逆势走高，是利润韧性的主要来源。2025 年公司加工糖营业收入 91.05 亿元，同比下滑 34.5%，但毛利润 15.66 亿元，毛利率 17.21%，是食糖业务三大板块毛利率之首。在食糖行业整体下行、普遍承压的背景下，加工糖业务延长了食糖产业链，平滑了大宗商品周期性影响，奠定了公司的成长性和可持续性基础，推动公司食糖经营量稳定增长。

图表21：2017-2025 年加工糖营收及同比变化（单位：千万元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表22：2017-2025 年加工糖毛利及毛利率（单位：千万元）

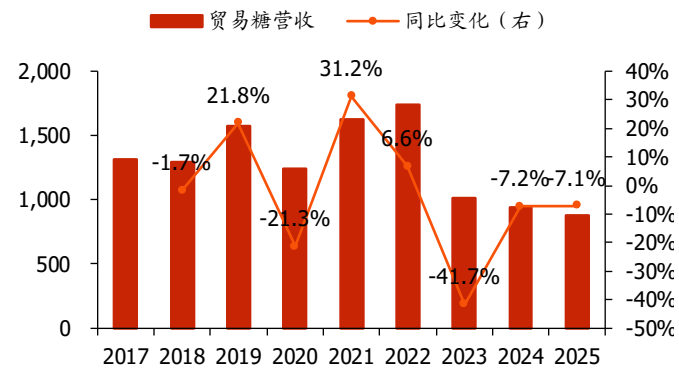


资料来源：iFinD，国盛证券研究所

贸易糖薄利经营保供应，期现结合稳价差

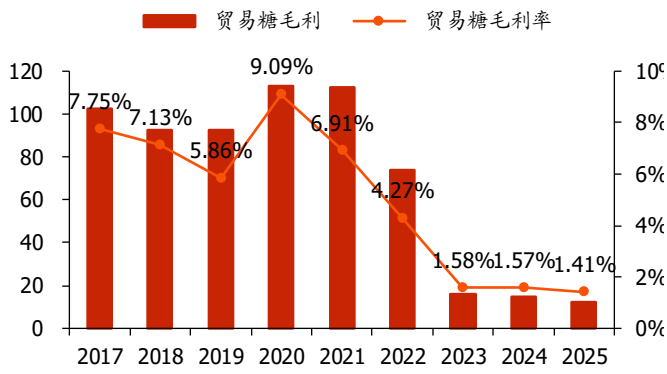
贸易糖业务是公司根据商情研判和贸易机会在国内市场买卖食糖，有力保障了国内食糖供应。盈利模式上，公司利用期货套期保值锁定价差，现货贸易配合仓储物流网络实现跨区域套利。2025 年公司贸易糖业务营收 87.322 亿元，同比下降 7.1%。毛利率 1.41%，保持稳定。

图表23：2017-2025 年贸易糖营收及同比变化（单位：千万元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表24：2017-2025 年贸易糖毛利及毛利率（单位：千万元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

番茄制品高毛利弹性，展第二增长曲线

番茄行业全球去库存后低位企稳，国内消费打开增长空间

产能过剩，需求平稳——全球番茄行业变局中待突围

加工番茄产业的供给端呈现极强的产区集聚性。世界最适合种植番茄的区域主要分布在北纬 40°-45°之间，美国加州河谷、环地中海沿岸以及我国西北、内蒙古河套地区并称三大黄金产区，加工产能约占全球加工总量的 82%，产业供给高度集中。

根据 WPTC(世界番茄加工贸易委员会)最新预测，2026 年全球加工番茄量 3,980 万吨，相比 2025 年略有减少，远低于 2023 年（4440 万吨）和 2024 年（4590 万吨）的超额产量。当前全球加工番茄加工行业产能相对过剩，国际市场需求处于平稳状态，增长空间不大。

图表25：全球加工番茄主要生产联盟与主产区

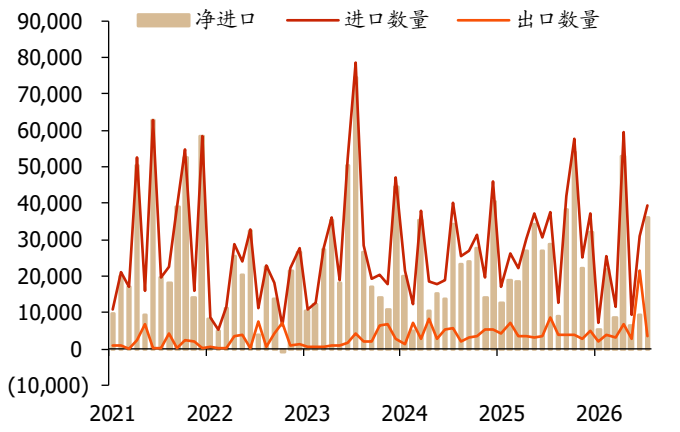


资料来源：WPTC，国盛证券研究所

出口承压，内需待启——中国番茄行业低谷中觅新机

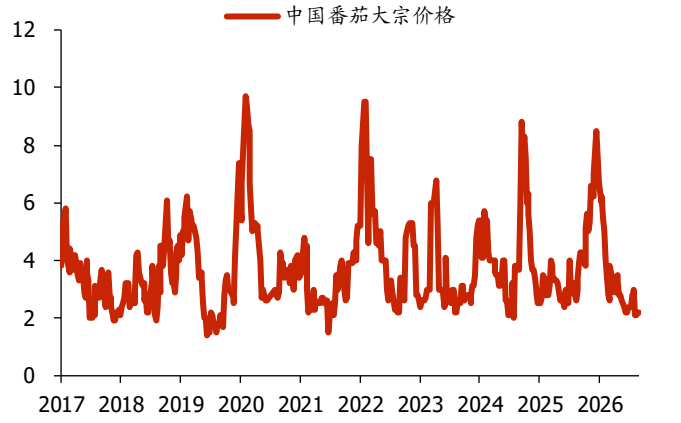
我国已经成为全球重要的优质番茄制品生产国和出口国，是继美国加州、环地中海沿岸之后的第三大产区和第一大出口国，番茄制品约 80%的产量用于出口，产品主要出口至欧洲、非洲、亚洲等地区，番茄酱出口量约占全球的 35%。中国番茄酱出口均价从 2024 年初开始一路下行，跌幅过半，2026 年上半年出口价格持续下行，库存高企，随着新产季来临，形势仍然比较严峻，行情仍处于低谷。

图表26：中国近年番茄汁进出口数量（单位：千克）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表27：中国番茄大宗商品价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

中国为全球最大鲜食番茄消费国，但目前加工番茄制品消费仅占全球七分之一。根据 WPTC 最新预测，中国 2026 年加工番茄量预计 585 万吨，较 2025 年增加 95 万吨，国内每年人均消费仅不足 1kg，远低于全球 5kg、欧美 20kg 以上的水平。

在国内餐饮市场中，酸汤类菜品市场规模五年复合增长率达 18%，加工番茄制品市场呈快速增长态势。从区域来看，华东、华南地区年人均消费量达 1.2 公斤，位居全国前列，而中西部三、四线及县域市场渗透率仍低于 40%，下沉市场潜力大。

图表28：全中国加工番茄需求场景与需求侧数据支撑

场景	代表产品/应用	需求侧数据/案例	对上游的能力要求
餐饮连锁	番茄锅底、番茄汤底、红酸汤、粉面底汤	2025 年全国餐饮收入 57982 亿元；火锅市场约 6500 亿元，小火锅约 400 亿元，说明番茄味型已进入高频标准化出品场景	酸甜比稳定、色泽亮、耐煮不分层、规格标准化
家庭零售	番茄丁、番茄块、烹饪酱、意面酱、浓汤底	2025 年吃类实物商品网上零售增长 14.5%；2026 年 1—2 月便利店/超市零售额分别增长 6.4%和 4.9%，利好小规格即烹产品	口感自然、配料简洁、规格友好、常温/冷藏双适配
食品工业	预制菜、复合调味料、中央厨房酱体、速冻面饭料理包	复合调味料 2019—2024 年由 857 亿元增至 1265 亿元；预制菜 2025 年预计突破 8300 亿元，B 端占 70%—80%	批次稳定、热稳定性强、Brix 可定制、微生物控制更稳
创新消费	番茄粉、功能配料、饮品/零食跨界、特色火锅底料	需求从“原料番茄酱”转向“场景化番茄解决方案”，区域特色产品和高值化产品开始放量	高红素、高风味、可提取、可品牌化、副产物高值化

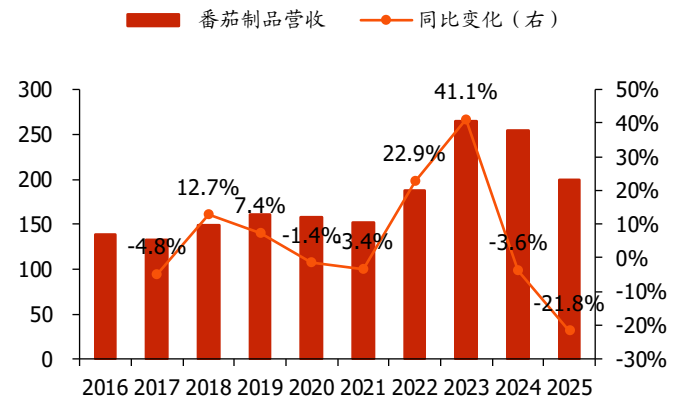
资料来源：《2026 年中国加工番茄产业白皮书》，国盛证券研究所

中粮糖业旗下中粮番茄是亚洲第一、世界第二的番茄制品加工企业，在番茄种子研发、种植管理、加工技术、营销物流、产品研发与创新等各个方面均处于国内领先水平，在国内最优良的黄金番茄产区拥有 12 家番茄工厂、1 家番茄种业公司及 1 家番茄研发中心，主要从事大包装番茄酱、小包装番茄酱、番茄丁、番茄汁、番茄粉、番茄红素等番茄制品及相关产品业务，年产番茄制品约 33 万吨，占全国总产量约三分之一。

番茄板块盈利优势显著，战略调优驱动转型

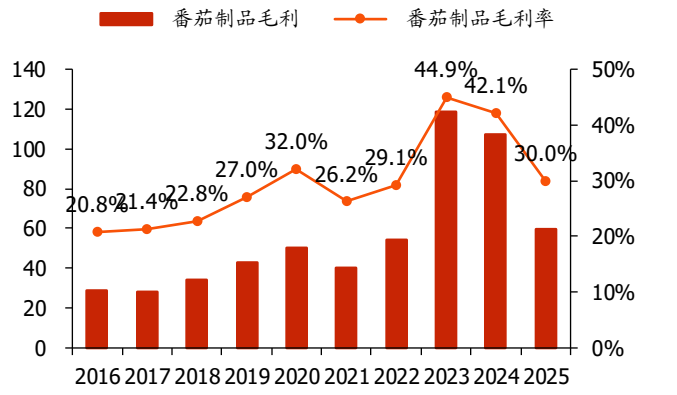
2025 年，番茄制品业务实现营业收入 19.92 亿元，同比下降 21.8%，毛利率达 30.0%，属于公司四大板块中的盈利担当。2026 年上半年，番茄公司落实“外传外、外转内、大转小”战略，以销定产、季产年销，动态管控存量合同履约风险。主业大包装番茄酱内销占比 50%，紧扣“客户第一，质量至上”工作主线，推动产业转型升级，重点推进高附加值差异化产品销售。

图表29：2016-2025 年番茄制品营收及同比变化（单位：千万元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表30：2016-2025 年番茄制品毛利及毛利率（单位：千万元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

公司竞争优势：双主业战略转型与新增长曲线共振

食糖番茄双龙头，全产业链筑壁垒

公司为食糖、番茄双龙头，搭建“自产糖-港口炼糖-进口贸易-仓储物流”完整食糖产业链，国内炼糖产能位居行业首位，依托国营贸易主体资质获取进口配额资源，食糖 2025 年经营量约 370 万吨，实现国内外糖源统筹调配，平滑大宗商品周期波动风险。

原料端推行五位一体现代农业管理体系，将田间视作“工业第一车间”，通过订单农业、良种研发、农机与数智化管控，改善传统农业不确定性，强化甘蔗、甜菜、番茄原料保障能力，形成从上游原料到终端销售的一体化竞争壁垒。

图表31：中粮番茄智慧农业管理系统调度界面



资料来源：农村工作通讯，国盛证券研究所

全品类药用糖矩阵成型，打开第二成长曲线

公司发力药用糖赛道，构筑差异化技术壁垒。2025 年注射级蔗糖生产线完成建设并实现首单签约，儿童药用蔗糖取得“A（激活）”状态，实现从项目建设向市场化应用跨越，已形成从口服级到注射级的药用糖全品类产品矩阵，2025 年业务规模突破 2.3 万吨。进入 2026 年上半年，注射级蔗糖转“A”关联申报材料提交 CDE 审核，持续推进药品登记备案，与多家制药企业开展试样合作，部分客户进入商业化供货阶段，产品覆盖制剂研发、工艺调试等核心环节，为公司开辟区别于普通商品糖的高附加值增量业务。

图表32：中粮糖业注射级用药糖



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

ESG 与零碳工厂建设领先，夯实绿色制造与国际化竞争软实力

公司升级 ESGSWEET 战略，连续两年获评 WindESG “AA” 评级；公司制糖厂制糖方法为碳化法或硫化法，旗下崇左糖业、北海糖业、江州糖业均已成功获得“零碳工厂”认证。番茄板块多家工厂取得 Ecovadis 认证，契合海外客户绿色采购标准，既降本减碳，也提升出口业务的客户准入优势，绿色制造能力成为公司重要软实力壁垒。

图表33：中粮崇左糖业（左）、北海糖业（右）鸟瞰图



资料来源：公司官网，泛糖科技，国盛证券研究所

图表34：中粮糖业绿色工厂认证



江州糖业于 2025 年 1 月
获评 2024 年国家级“绿色工厂”

唐山糖业于 2026 年 1 月
获评 2025 年国家级“绿色工厂”

新源糖业于 2026 年 2 月
获评 2025 年国家级“绿色工厂”

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

投资建议

盈利预测

对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

- 番茄制品：受年初至今大宗低价影响，今年番茄原料平均成本较去年平均值大幅下降；未来成本虽随周期面临回升压力，但在全链条精益管控下上涨幅度可控。需求端，国内市场虽渐趋饱和、销量增速放缓，但基于 2026 年低基数，后续营收仍有望实现同比改善；
- 自产糖：销量预计保持小幅增长；上半年糖价处于低位，拉低年均价格；26/27 榨季糖产量预计小幅下降，我们预测 27/28 年价格小幅上升。当前中国广西、云南种植条件正常，公司拥有自己的种植区域及全链条成本管理，成本预计下降；
- 加工糖：考虑到公司实行全链条成本管理，相较于自产糖和贸易糖，加工糖链条成本改善空间最大，我们预测毛利率小幅上升；
- 贸易糖：贸易糖毛利率假设保持稳定；
- 农产品种植：受厄尔尼诺影响，全球粮价上涨，预计农产品种植收入改善；
- 费用：假设各项费用占营业收入比率维持在近几年波动区间，费用随营收波动。

根据以上假设，得出下列盈利预测表：

图表35：盈利预测表（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
番茄制品					
营业收入	2546	1992	1617	1797	1986
增长率	-3.6%	-21.8%	-18.8%	11.1%	10.6%
毛利率	42.1%	30.0%	38.7%	38.7%	41.5%
自产糖					
营业收入	6431	6468	5226	5970	6892
增长率	-3.4%	0.6%	-19.2%	14.2%	15.4%
毛利率	14.8%	10.7%	16.3%	17.8%	18.5%
加工糖					
营业收入	13908	9105	7193	7912	9099
增长率	3.3%	-34.5%	-21.0%	10.0%	15.0%
毛利率	13.3%	17.2%	20.3%	20.3%	20.3%
贸易糖					
营业收入	9400	8732	7160	7590	8501
增长率	-7.2%	-7.1%	-18.0%	6.0%	12.0%
毛利率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
农资、农作物种植及其他					
营业收入	61	32	23	25	27
增长率	45.1%	-47.0%	-28.0%	10.0%	5.0%
其他业务					
营业收入	151	182	131	140	147
增长率	-14.4%	20.9%	-28.0%	7.0%	5.0%
营收总计	32497	26511	21351	23435	26652
增长率	-1.9%	-18.4%	-19.5%	9.8%	13.7%
综合毛利率	12.51%	11.41%	14.4%	15.0%	15.4%

资料来源：iFind，国盛证券研究所

投资建议

综合考虑番茄原料成本周期、食糖产销与价格走势、各糖业务成本及毛利差异、农产品种植气候影响、费用率维持稳定等因素。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 11.83 亿元、15.77 亿元、19.89 亿元，对应的 EPS 分别为 0.55 元、0.74 元、0.93 元，对应 2026-2028 年 P/E 估值分别为 25.8、19.4、15.4 倍。

图表36：财务指标预测结果

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
归属母公司净利润（百万元）	1,713	951	1,183	1,577	1,989
同比（%）	-17.4	-44.5	24.4	33.3	26.2
每股收益（最新摊薄，元）	0.80	0.44	0.55	0.74	0.93
市盈率（倍）	17.8	32.1	25.8	19.4	15.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：股价为 2026 年 09 月 16 日收盘价

考虑到公司食糖全链龙头地位稳固、番茄业务内需挖潜，药用糖及小包装番茄制品升级打开中长期空间，首次覆盖给予“**买入**”评级。

图表37：可比公司估值比较

可比公司	收盘价（元）	EPS（元/股）			市盈率 PE			
	2026-09-16	2023	2024	2025	25A	26E	27E	28E
华资实业（600191）	9.58	0.04	0.05	0.12	105.58	36.61	24.77	25.68
冠农股份（600251）	10.17	0.92	0.26	0.45	20.58	11.03	9.01	7.90
均值		0.48	0.16	0.29	63.08	23.82	16.89	16.79

资料来源：wind，国盛证券研究所
注：华资实业和冠农股份 2026-2028 年盈利预测来自 wind 一致预测

风险提示

（一） 政策变动风险。国内外政经形势进入新阶段，若后续行业政策、经贸调控规则发生重大调整，或将对公司原有经营策略、业务开展节奏及整体盈利体系造成冲击。

（二） 汇率和价格波动风险。国际和国内食糖、番茄制品市场价格受国际国内产销形势、供需关系、国际能源价格变化影响，存在一定波动风险，可能会对公司经营业绩产生影响；同时，公司食糖国际贸易和番茄贸易主要以美元为结算货币，汇率波动将给公司业绩带来不确定。

（三） 原料供应不足风险。公司从事农产品加工，原料主要是甜菜、甘蔗、番茄等农作物，台风、霜冻等自然灾害或不利气候变化将降低原料产量，厄尔尼诺事件给原料采购带来一定不确定性，或存在推高进口成本的风险；各原料作物种植面积可能受到其他高收益农作物的挤占，影响公司原料供应的稳定性。

（四） 国际局势变化的风险。目前国内外经济环境复杂多变，地缘政治风险上升，贸易保护主义抬头，给国内外经济复苏带来诸多不确定因素，或将影响公司贸易糖及番茄制品出口业务。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com