

2023 年浙江华康药业股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【71】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年浙江华康药业股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
华康转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：浙江华康药业股份有限公司（以下简称“华康股份”或“公司”，股票代码：605077.SH）产业链布局较为完整，产品丰富、客户优质且稳定，继续保持功能性糖醇行业龙头企业地位，2024年公司主要产品销量同比增长，产能利用率及产销率较高，主营业务现金生成能力仍较好，且舟山华康生物科技有限公司（以下简称“舟山华康”）项目陆续投产后有望带来业绩增量；同时我们也关注到功能性糖醇领域市场竞争加剧，2024年公司主要产品销售均价同比下降，叠加舟山华康建设期费用增加及股权激励摊销费用等因素的影响，利润水平有所下降，公司在建项目部分资金需自筹、面临一定资金压力，以及未来或将面临商誉减值风险等风险因素。

评级日期

2025年05月26日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	76.06	69.92	61.78	39.05
归母所有者权益	33.27	32.43	30.89	26.56
总债务	30.49	24.98	23.52	7.20
营业收入	8.17	28.08	27.83	22.00
净利润	0.82	2.69	3.72	3.19
经营活动现金流净额	-0.35	1.46	6.19	2.72
净债务/EBITDA	--	3.24	-0.33	-1.62
EBITDA利息保障倍数	--	5.13	15.15	28.17
总债务/总资本	47.73%	43.42%	43.13%	21.32%
FFO/净债务	--	21.07%	-269.80%	-56.42%
EBITDA利润率	--	17.37%	20.81%	18.23%
总资产回报率	--	4.86%	9.12%	10.33%
速动比率	1.25	1.12	3.07	2.42
现金短期债务比	1.04	1.55	5.40	3.81
销售毛利率	19.40%	21.77%	24.18%	22.94%
资产负债率	56.10%	53.44%	49.80%	31.99%

注：2022-2023年公司净债务为负，因此净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负。
资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司产业链布局较为完整，产品丰富，客户优质，整体经营较为稳定。**公司深耕功能性糖醇领域多年，产品丰富，原材料木糖基本实现自供，产业链布局较为完整，2024 年计划通过外延并购的方式进一步巩固和提升功能性糖醇行业龙头企业地位。公司主要客户为玛氏箭牌、不凡帝、可口可乐、亿滋以及农夫山泉等国内外知名食品饮料企业，资质较好且保持稳定。
- **2024 年客户需求保持增长，产能利用率及产销率均表现良好，舟山华康投产将助力业绩增长。**2024 年公司客户需求增加带动产品销量增长，产能利用率仍保持较高水平，且产销率仍较好，产品积压风险较小。2024 年度公司经营活动现金流净额及 FFO 分别为 1.46 亿元及 3.33 亿元，主营业务现金生成能力仍较好。舟山华康项目逐步投产后，公司产能稳步提升，得益于舟山华康项目逐步投产，2025 年 1-3 月公司实现营业收入同比增长 28.63%。

关注

- **功能性糖醇领域市场竞争加剧，公司主要产品价格承压，2024 年盈利水平有所下滑。**受行业竞争加剧影响，公司主要产品价格承压，客户账期延长带来的信用风险敞口扩大，叠加舟山华康建设期费用增加及股权激励摊销费用等因素的影响，2024 年公司实现归属于上市公司股东净利润 2.68 亿元，同比下降 27.72%，盈利能力有所减弱。
- **公司在建项目部分资金需自筹、面临一定资金压力。**截至 2024 年末，公司在建项目主要为 IPO 和本期债券的募投项目，以及非募投项目年产 1 万吨精制功能糖醇及粉粒状车间扩建项目、舟山华康技改项目等产品产能扩增项目，预计总投资 31.23 亿元，其中 16.72 亿元需在未来 3-5 年内自筹，同时未来外延并购项目尚有一定资金缺口，公司仍面临一定的资金压力。
- **公司面临商誉减值风险。**截至 2024 年末公司商誉规模 3.46 亿元，主要因 2023 年公司收购浙江华和热电有限公司（以下简称“华和热电”）、舟山新易盛贸易有限公司（以下简称“新易盛”）保障舟山华康项目蒸汽能源供应而产生。2024 年公司拟以发行股份加现金的方式收购河南豫鑫糖醇有限公司（以下简称“豫鑫糖醇”）100%股权，交易价格为 10.98 亿元。根据评估报告显示本次交易的溢价率为 102.01%，豫鑫糖醇 2023 年仍亏损，2024 年实现扭亏为盈，若未来经营业绩不佳将面临较大商誉减值风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为在消费者健康意识提升与控糖需求的带动下，功能性糖醇行业长期发展趋势整体向好，公司产品丰富、客户优质且稳定，业务持续性较好，随着新建项目的产能释放，未来营业收入有望进一步扩大。

同业比较（单位：亿元，%）

指标	华康股份	百龙创园	三元生物	保龄宝	晨光生物
归属母公司股东的权益	32.43	16.79	44.91	20.42	31.09
营业收入	28.08	11.52	7.13	24.02	69.94
销售毛利率	21.77	33.65	11.11	11.88	7.96
资产负债率	53.44	16.60	6.54	23.65	65.04
速动比率	1.12	2.36	13.32	0.91	0.64
货币资金/短期债务	0.69	2.32	1.76	0.87	0.47
净利润	2.69	2.46	1.05	1.11	0.78

注：以上各指标为 2024 年末/2024 年度数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
华康转债	13.03	13.02	2024-6-27	2029-12-25

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于舟山市100万吨玉米精深加工健康食品配料项目，具体由舟山华康生物科技有限公司（以下简称“舟山华康”）实施。截至2025年4月7日，华康转债募集资金专项账户余额合计为0.99亿元。

二、 发行主体概况

2024年度公司因实施年度权益分派增加股本，授予 2023 年限制性股票激励计划预留部分股份、可转债转股和部分限制性股票回购注销，公司实收资本为3.03亿元。2025年4月因权益分派调整转股价，调整后华康转债转股价为16.39元/股，2025年5月因部分限制性股票回购注销实施完成，调整后华康转债转股价为16.46元/股。

2024年公司控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东及实际控制人仍为陈德水、余建明、程新平、徐小荣4名自然人¹，截至2025年5月1日上述4名自然人分别持有公司股份比例为15.43%、4.30%、5.45%和5.13%，并通过其控制的开化金悦投资管理有限公司（以下简称“开化金悦”）持有公司股份比例为1.39%，公司股权结构图详见附录二。截至2025年5月1日，实际控制人中程新平、徐小荣、余建明质押股份数量占其持有股份比例分别为53.94%、60.54%及53.26%，合计占总股本比例为8.34%，质押股份的数量及比例较去年同期有所提升。

2024年公司主营业务未发生变化，仍主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品的研发、生产、销售，所属行业为食品制造业。2024年度公司合并范围新增1家子公司，系以0.93亿元现金收购浙江精功农业发展有限公司，主要目的为取得其名下的土地使用权，为舟山华康的募投项目建设所用。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧

¹ 以上 4 人于 2024 年 8 月 7 日签署《一致行动人协议》。

性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

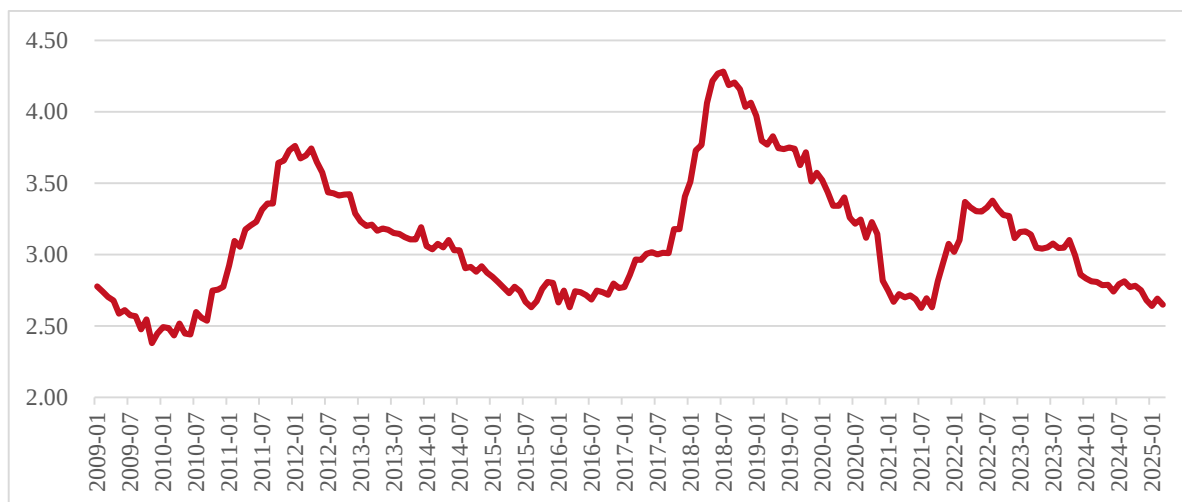
行业环境

功能性糖醇行业当前仍处于快速成长期，并逐步向成熟期过渡，竞争优势逐渐往行业头部企业聚集，行业内具有一定的区域特征及产业集群效应，业内公司规模普遍较小

功能性糖醇行业仍处于快速成长期，并逐步向成熟期过渡，行业的竞争优势正在向业务布局全面和具备竞争优势的行业龙头企业聚集。随着产品的应用场景的拓展和规模效应的提升，功能性糖醇市场规模持续增长。以木糖醇为例，根据国际市场调研公司Imarc发布的数据²，2021年全球木糖醇市场规模接近8.82亿美元，2022-2027年预计市场规模年均复合增长率约5.00%，预计2027年全球木糖醇市场规模将达到11.88亿美元。价格方面，木糖醇价格波动呈现周期性变化趋势，2022年以来价格持续回落，当前价格处于历史较低水平。

² Imarc, 《Xylitol Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2022-2027》

图1 木糖醇历史价格走势（美元/千克）



注：价格为出口平均单价

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从需求端来看，功能性糖醇主要下游市场为食品、饮料、医药、日化等行业，需求较为稳定；从供给侧来看，由于功能性糖醇大多属于玉米深加工行业的下游延伸，在区位上主要分布于华东地区，目前行业主要上市公司中除华康股份外，其余公司均总部大多位于山东，而山东又是国内主要的粮食生产省份之一，因此该行业具有较强的区域特征及产业集群效应。目前我国功能性糖醇上市公司的市值普遍在100亿元以下，行业内公司规模相对较小。

受供给端收缩及需求端刚性支撑的影响，2025年以来玉米价格小幅上涨，另一方面玉米淀粉价格在2025年维持低位波动；此外2025年海运费价格持续下行，相关企业的成本控制压力尚可

功能性糖醇及淀粉糖上游原材料主要包括玉米、玉米淀粉、木糖、玉米芯、含半纤维素碱液等。其中淀粉主要由玉米制成，玉米芯系玉米种植业的副产品、半纤维素系工业企业生产过程中的副产物。目前我国淀粉供应充足，系充分竞争市场，玉米芯供应量稳定，价格主要受原材料运输半径范围内的需求变化所影响。

2024年下半年至2025年以来玉米价格整体小幅波动。2025年玉米供给趋势收紧，东北玉米播种面积预估同比略减，华北夏播墒情不足或致单产下降，另一方面东北春播延迟10-15天，积温不足引发减产担忧；此外2025年玉米进口配额收紧造成短缺。需求端的饲用需求维持高位及乙醇等深加工扩张使得需求持续旺盛；叠加中储粮增加收储推动2025年玉米价格略有上涨。

玉米淀粉方面，2024年7月以来玉米淀粉价格持续下滑，以上海玉米淀粉现货价格为例，其价格从2024年7月的3,320元/吨的高点一路波动下行，跌至2025年5月的2,860元/吨左右，跌幅约为14%，5月份以来价格短期反弹，价格上涨30元/吨。总体来看过去一年玉米淀粉价格进入下行区间并在2025年维持低位

波动，相关糖醇生产企业的成本控制压力有所释放。

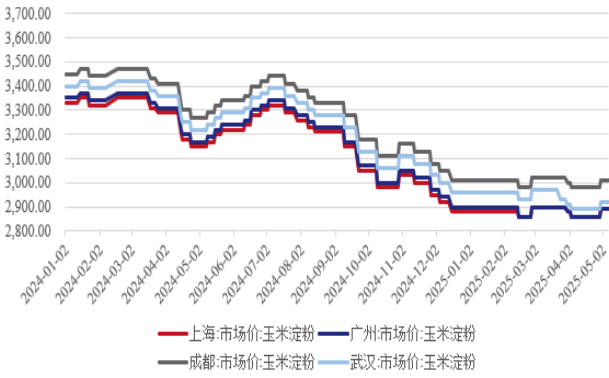
海运费方面，2023年全年波罗的海运指数低位震荡，整体处于波动下行的趋势，但自2024年1月开始受全球贸易回暖、地缘政治因素、大货柜紧俏等多重因素的影响，海运费价格迅速上扬，给相关出口企业带来较大的成本控制压力；2025以来受中国制造业出口增速放缓、运力过剩、中美“对等关税”造成的贸易政策冲击等综合因素的影响，海运费价格持续回落，已从2024年8月的5,551.80下降至2025年5月的2,014.20。

图2 2024年下半年玉米价格持续下行，2025年1月以后有所反弹（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 2024年下半年玉米淀粉价格波动下行（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

跟踪期内公司主营业务未发生较大变化，仍主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售。2024年公司核心产品晶体木糖醇收入同比下降，晶体麦芽糖醇、晶体赤藓糖醇、液体麦芽糖醇、液体山梨糖醇、果葡糖浆等产品收入同比增长，综合影响公司收入规模小幅提升。公司其他收入包含华和热电和新易盛的蒸汽销售及舟山华康的玉米贸易业务，2024年因玉米贸易业务按照净额法确认收入，导致其他业务收入规模下降。此外，得益于舟山华康产能释放，2025年1-3月公司实现营业收入8.17亿元，同比增长28.63%。

毛利率方面，一方面由于功能性糖醇行业竞争整体加剧，使得公司主要产品价格有所下降；另一方面公司毛利较高的晶体糖醇产品收入占比下降，综合导致2024年度公司毛利率整体有所下滑。2025年一季度公司毛利率进一步下降，主要系当期舟山华康的液体糖醇类产品及玉米加工副产品毛利率较低所致。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
晶体糖醇产品	19.43	26.18%	69.51%	19.14	28.90%	70.06%

液体糖、醇及其他产品	7.55	9.58%	27.02%	6.80	8.82%	24.90%
其他	0.97	18.74%	3.46%	1.38	24.90%	5.04%
合计	27.95	21.44%	100.00%	27.31	23.70%	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要为国内外知名的食品饮料生产企业且合作稳定，2024年主要产品销量同比增长，但受行业竞争加剧影响主要产品价格均有所下降；公司产品近一半的比重销往海外，需关注外币结算产生的汇率波动风险

公司主要客户保持稳定，仍为国内外知名的食品饮料生产企业，如玛氏箭牌、不凡帝、亿滋、可口可乐、农夫山泉等。2024年公司前五大客户占比为37.36%，集中度有所下降，由于下游客户对功能性糖醇产品的应用广泛，终端产品的需求比较稳定，客户集中度风险相对不高。

2024年度公司销售模式未发生较大变化，仍主要通过直销方式进行产品销售，整体销售体系较为完善。信用政策方面，国内客户中大客户会有一定的信用周期，一般在30天左右；国际市场的客户大部分采用赊销的方式，账期一般为90-120天，结算方式主要为电汇。2024年度公司个别客户结算账期延长至180天，导致应收账款周转天数有所增加。

销售区域方面，公司2024年境内外销售比重相对稳定，其中液体糖醇受运输成本较高影响，销售半径在几百公里以内；公司在国内市场已建立了覆盖全国大部分省、市、自治区的销售网络；境外销售销往欧洲、日本、韩国、东南亚、美洲、大洋洲等世界主要功能性糖醇消费市场。公司境外销售主要以美元进行结算，2023年公司实现汇兑损益-0.16亿元，但仍需关注公司使用美元等外币结算产生的汇率波动风险。北美市场在公司整体销售规模中目前占比较低，美国不稳定的关税政策长期将影响北美市场的业务开展，未来还需持续关注关税政策变化对公司业务影响。

表2 公司主营业务收入按销售区域分类情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	比例	金额	比例
境内	15.14	54.16%	14.63	53.57%
境外	12.81	45.84%	12.68	46.43%
合计	27.95	100.00%	27.31	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告

2024年公司核心品种晶体木糖醇销量小幅增长，但受行业竞争加剧影响，销售单价在公司主要品种中降幅较大，受价格下降影响，晶体木糖醇收入同比下降10.75%，拖累了整体业绩表现。公司其他产品的销售单价均有不同程度的下降。但另一方面，公司客户需求整体保持增加，使得公司主要产品销量均保持增长，其中果葡糖浆及晶体麦芽糖醇的销量增长较快，对公司业绩提供一定支撑。

2025年一季度，晶体山梨糖醇销售均价同比小幅回升，果葡糖浆、晶体木糖醇、晶体麦芽糖醇销售均价呈下降趋势。

表3 报告期内公司主要大类产品销售情况（单位：吨）

产品	2024	2023
晶体糖醇产品	172,197.93	148,661.17
液体糖、醇及其他产品	233,173.93	209,753.41

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告

2024年起公司核心产品木糖醇的原材料木糖已基本实现自供，有效保证了原材料供应稳定，并一定程度上缓解原材料价格上涨带来的成本控制压力，但2024年公司可转债募投项目投产使得整体营业成本有所增加

2024年公司主营业务成本整体保持增长，主要随销售规模的增加而上升。分结构看，公司直接材料占比较高，整体保持稳定，增长主要为直接人工和运保费及关税。人工支出增加是因为2024年度为了满足舟山华康的可转债募投项目顺利投产，公司针对生产人员有较大规模的扩充，新增生产人员382人。2024年公司产品销售增加使得运保费及关税整体有所增加。

表4 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

产品分类	项目	2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比
晶体糖醇产品	直接材料	9.36	65.26%	9.40	69.08%
	直接人工	0.58	4.07%	0.46	3.36%
	制造费用	2.29	15.98%	2.06	15.16%
	运保费及关税	2.11	14.69%	1.69	12.41%
	小计	14.34	100.00%	13.61	100.00%
液体糖、醇及其他产品	直接材料	6.19	81.18%	5.99	82.85%
	直接人工	0.14	1.78%	0.09	1.24%
	制造费用	0.82	10.68%	0.77	10.59%
	运保费及关税	0.48	6.35%	0.39	5.33%
	小计	7.63	100.00%	7.24	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司根据市场行情及生产计划制定具体采购方案，在每年初根据年度经营目标，制定年度采购整体计划。公司原材料采购款的支付主要依据采购合同约定，采用预付款、货到付款或合同约定的账期付款，付款方式包括转账汇款或银行承兑汇票等，公司主要原材料木糖及淀粉的结算周期一般为15-30天左右。

公司产品的原材料为淀粉、木糖、玉米芯、玉米等，其中淀粉作为公司果葡糖浆、麦芽糖醇、山梨糖醇的主要原材料之一，其价格的波动对产品成本影响较大。淀粉为由市场定价的大宗商品，2025年以来价格低位震荡，但若未来价格继续上涨，将加大公司成本端压力。2024年为满足舟山华康的可转债募投项目原材料供应，舟山华康通过玉米贸易等方式提前建立了采购渠道，随着可转债募投项目的投产，公司2025年玉米采购将大幅放量。

木糖为木糖醇的主要生产原料，2024年开始公司木糖基本实现自供，主要由子公司焦作市华康糖醇

科技有限公司（以下简称“焦作华康”）、高密同利制糖有限公司（以下简称“高密同利”）及联营企业雅华生物³供应。玉米芯为生产木糖的原材料，系玉米种植业的副产品，主要系焦作华康、高密同利向山西、河南等玉米产区的玉米芯料户进行采购。

近年来公司往产业链上游不断延伸，除收购高密同利外，亦布局“年产 3 万吨 D-木糖绿色智能化提升改造项目”，该项目大幅提升焦作华康的自动化、智能化程度。公司通过布局产业链上游木糖的生产，既保证了原材料的供应稳定，并一定程度上缓解原材料价格上涨带来的成本控制压力。

公司2024年产能利用率及产销率均表现良好，产品积压风险相对较小；公司在建项目较多、部分资金需自筹，面临一定的资金压力，且新增产能能否实现预期收益存在不确定性；另外，公司拟收购标的公司溢价率较高，若未来经营业绩不佳将面临较大商誉减值风险

目前公司主要的生产基地有4个，包括1个在浙江衢州的产品生产基地、2个分别在河南焦作及山东高密原材料生产基地和1个位于浙江舟山可转债募投项目生产基地。公司采用以销定产的生产模式，在每年年初根据年度经营目标。其中生产计划的指定会根据销售及库存情况，在每月中旬制定下月的生产计划，并在实际生产过程中，根据实际生产情况每周对生产计划进行滚动调整。

2024年公司产品产销率仍保持较高水平，产品积压风险相对较小。随着公司的良好经营和发展，2024年主要产品的产能利用率仍较高，其中晶体糖醇产品在2024年产能提升后仍保持较高水平。2024年公司晶体糖醇产能提升主要系舟山华康部分产线投产所致。

表5 公司主要产品产能、产量、产能利用率、销量和产销率情况

产品	项目	2024 年	2023 年
主要晶体糖醇产品	产能（吨）	157,500.00	145,000.00
	产量（吨）	172,197.93	149,238.31
	销量（吨）	167,104.36	148,661.17
	产能利用率	109.33%	102.92%
	产销率	97.04%	99.61%
主要液体糖产品	产能（吨）	100,000.00	100,000.00
	产量（吨）	126,181.74	119,779.10
	销量（吨）	137,966.29	122,748.95
	产能利用率	126.18%	119.78%
	产销率	109.34%	102.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

³ 雅华生物的原材料为半纤维素碱液，由宜宾丝丽雅集团有限公司（以下简称“宜宾丝丽雅”）供应，宜宾丝丽雅将于2026 年底搬迁出宜宾市盐坪坝厂区，雅华生物将亦有可能搬迁出现有厂区。公司与四川省宜宾市高县人民政府签订《半纤维素资源综合利用产业化项目投资协议》，并准备设立新公司在高县投资建设半纤维素资源综合利用产业化项目，生产高质量的结晶木糖 1 万吨/年。

截至2024年末公司主要在建项目如下表所示，部分在建项目配有募集资金，其中本期债券募投项目一期已开始投产，但本期债券募投项目及部分其他项目需公司自筹，公司面临一定的资金缺口。公司在建拟建的项目投资规模较大，项目投产后若下游食品饮料制造业需求增速不及预期导致新增产能利用情况不佳，公司将面临因折旧增加而不断侵蚀利润的风险。

表6 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

	项目名称	预计总投资	拟使用募集资金	已使用募集资金	已投资	资金来源
IPO 募投项目	功能性糖醇技术研发中心建设项目	15,810.41	15,810.41	8,186.15	8,186.15	募集资金
本期债券募投项目	100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目	247,888.15	129,338.53	119,112.65	119,112.65	自筹、募集资金
其他项目	舟山华康技改项目	33,342.00	0.00	0.00	13,565.99	自筹
	年产 1 万吨精制功能糖醇及粉粒状车间扩建项目	15,300.00	0.00	0.00	8,298.76	自筹
	合计	312,340.56	145,148.94	127,298.80	149,163.55	-

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司进一步实施外延式扩张，于2024年11月2日对外披露了《华康股份发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》，拟以10.98亿元的价格收购豫鑫糖醇100%股权，其中股份支付7.32亿元，现金支付3.66亿元。豫鑫糖醇与公司主营业务重合程度高，主要从事木糖醇、木糖、麦芽糖醇等功能性糖醇产品的研发、生产、销售，本次交易有利于巩固和提升公司在国内外木糖醇市场中的龙头企业地位，实现公司盈利能力和抗风险能力的提升，截至2025年4月29日该项收购申请尚在上交所审核中。根据评估报告显示本次交易的溢价率为102.01%，豫鑫糖醇2023年经营仍亏损，2024年实现扭亏为盈，若未来经营业绩不佳将面临较大商誉减值风险。

表7 豫鑫糖醇 2023-2024 年主要财务数据（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年
总资产	13.35	12.56
所有者权益	5.45	4.43
营业收入	9.19	7.17
净利润	1.04	-0.09
经营活动产生的现金流量净额	1.43	0.55

资料来源：公司公告

表8 本次收购标的主要评估结果（单位：亿元）

评估方法	100%股权账面价值	评估值	增值额	溢价率	本次拟交易权益比例	交易价格
收益法	5.45	11.01	5.56	102.01%	100%	10.98

资料来源：公司公告

五、 财务分析

财务分析基础说明

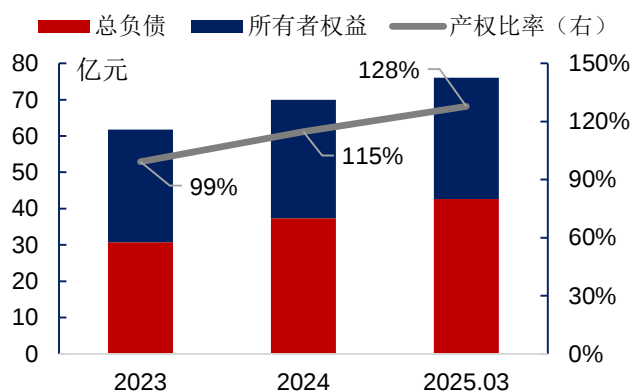
以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司经营规模持续扩大，项目投入使得资产流动性整体下降，未来收购豫鑫糖醇将使商誉规模进一步增加；功能性糖醇市场竞争加剧拉低了整体毛利水平，且应收账款增加带来信用减值规模增加，叠加舟山华康建设期费用增加及股权激励摊销费用等因素的影响，2024 年公司增收不增利；但公司主营业务盈利及现金生成能力仍较好，债务主要为长期债务，且流动性储备较充分，短期偿债压力可控

资本实力与资产质量

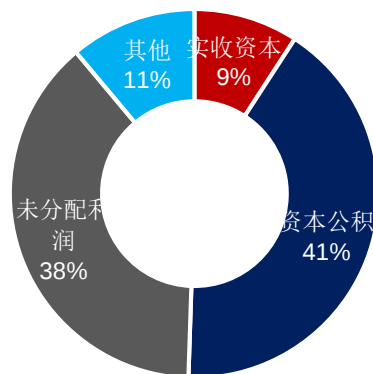
随着公司业务开展及产能扩建需要，负债规模随融资规模的增加而逐渐增长，2025年3月末产权比率上升至127.79%；从所有者权益构成情况来看，同期末公司所有者权益以未分配利润和资本公积为主。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主要客户系国内外知名企业，2024年玉米贸易业务增加、部分客户合同账期改变，导致应收账款规模增加；存货规模的增加一方面系保证舟山华康生产用的玉米采购储备，另一方面销售增速不达预期导致库存略有上升。由于舟山华康的本期债券募投项目等投入，使得2024年货币资金大幅下降，固定资产及在建工程规模大幅增加。整体来看产能的扩张及销售端竞争加剧使得公司的资产流动性有所下降。商誉减值方面，2024年公司商誉无变化，仍为高密同利、华和热电和新易盛，公司未来拟收购豫鑫糖醇后预计商誉规模将进一步提升，需关注商誉减值风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.09	10.64%	4.34	6.21%	21.28	34.45%
应收账款	5.37	7.06%	6.82	9.76%	3.71	6.01%

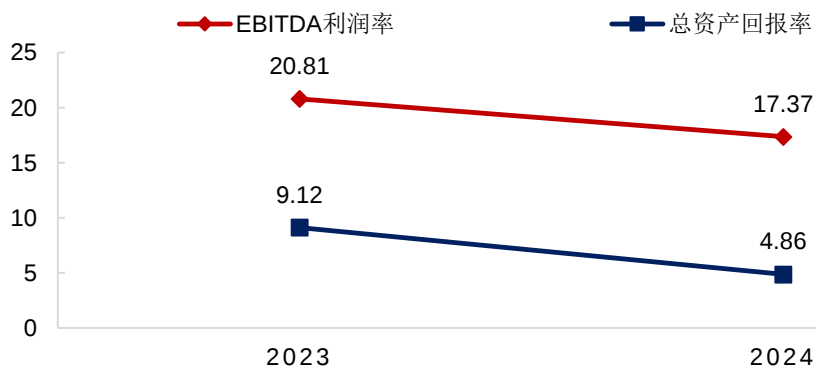
应收款项融资	0.79	1.04%	0.71	1.02%	1.12	1.82%
存货	9.27	12.19%	6.97	9.97%	2.82	4.57%
其他流动资产	6.88	9.04%	6.13	8.77%	4.86	7.86%
流动资产合计	31.38	41.26%	25.75	36.83%	34.15	55.28%
长期股权投资	0.92	1.21%	0.93	1.34%	0.94	1.53%
固定资产	21.92	28.82%	22.54	32.23%	15.53	25.13%
在建工程	13.96	18.35%	13.30	19.02%	2.91	4.70%
无形资产	3.04	3.99%	3.06	4.37%	2.83	4.58%
商誉	3.46	4.55%	3.46	4.95%	3.46	5.60%
非流动资产合计	44.67	58.74%	44.17	63.17%	27.63	44.72%
资产总计	76.06	100.00%	69.92	100.00%	61.78	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司盈利能力有所下滑但整体仍较好。2024年公司主要产品价格的下降使得公司收入增长承压，业务毛利下降，且EBITDA利润率有所下滑。公司应收账款规模的增加使得信用减值损失加大，2024年公司信用减值损失增加0.12亿元；公司扩充人员增加人工开支及股份支付费用的增加导致管理费用增长，以上因素综合导致公司总资产回报率有所下降。另一方面公司产能扩建使得近年来债务规模持续增长，未来利息支出规模将有所增加。2025年1-3月公司收入实现稳健增长，但利润增长较有限，主要系一季度收入增长点主要为毛利率较低的副产品及液体产品。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年末公司债务规模有所下降，主要由应付债券和银行借款构成，其中应付债券即本期债券，2024年末因溢折价摊销规模有所增加；长期借款主要为信用及质押借款，2025年3月末规模有所增加。公司短期债务主要系短期借款及应付票据，其中应付票据规模有所增加。公司债务期限结构较好，短期偿

债压力不大。经营性债务方面，公司应付账款主要为工程设备款及货款，2024年随着舟山华康项目的设备投入，规模大幅增加。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.15	7.38%	1.50	4.02%	2.47	8.03%
应付票据	2.24	5.25%	2.45	6.55%	0.41	1.32%
应付账款	7.98	18.70%	8.02	21.45%	3.12	10.13%
其他应付款	0.90	2.11%	1.20	3.21%	1.17	3.79%
一年内到期的非流动负债	2.35	5.50%	2.28	6.09%	1.80	5.86%
流动负债合计	17.73	41.56%	16.73	44.78%	10.22	33.21%
长期借款	10.76	25.22%	6.97	18.64%	7.70	25.04%
应付债券	11.80	27.67%	11.63	31.12%	10.98	35.70%
非流动负债合计	24.93	58.44%	20.64	55.22%	20.55	66.79%
负债合计	42.67	100.00%	37.37	100.00%	30.77	100.00%
总债务	30.49	71.46%	24.98	66.85%	23.52	76.44%
其中：短期债务	7.89	25.87%	6.36	25.44%	4.83	20.55%
长期债务	22.60	74.13%	18.63	74.56%	18.68	79.45%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，因应收账款规模增加及存货备货增加导致公司现金生成能力减弱，对债务的保障能力有所下降，但整体表现仍较好。报告期内融资力度的增加使得杠杆水平持续提升，资产负债率持续升高，EBITDA利息保障倍数有所下降。短期来看公司偿债压力不大，但公司主要在建项目存在一定资金缺口，如采取债务融资筹集资金杠杆水平或将进一步抬升，若未来公司经营不达预期、增加的债务无法有效转化成收益，偿债压力或将发生变化。

表11 公司偿债能力指标

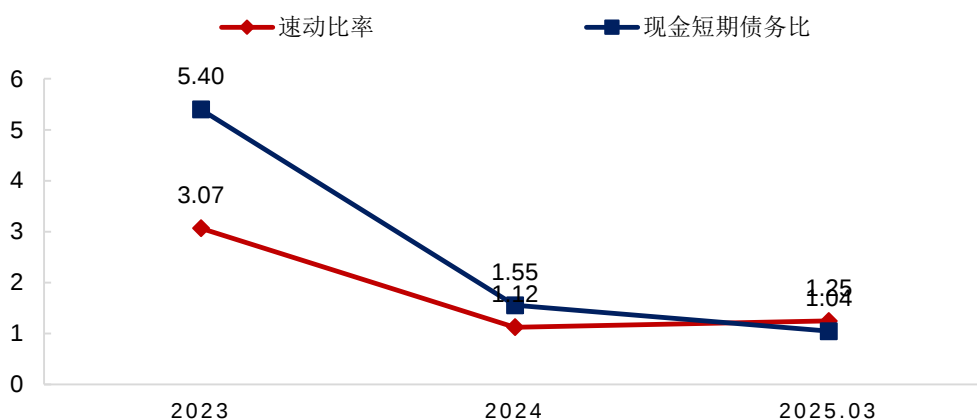
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.35	1.46	6.19
FFO（亿元）	--	3.33	5.12
资产负债率	56.10%	53.44%	49.80%
净债务/EBITDA	--	3.24	-0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	5.13	15.15
总债务/总资本	47.73%	43.42%	43.13%
FFO/净债务	--	21.07%	-269.80%
经营活动现金流净额/净债务	-1.57%	9.26%	-326.49%
自由现金流/净债务	-6.49%	-81.13%	37.54%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司货币资金用于项目投资、规模大幅下降，同时部分长期借款临近到期，使得现金短期债

务比有所下降；舟山华康的玉米备货使得存货规模大幅增加，导致速动比率随之下滑。截至2024年末，银行授信总额和未使用额度分别为27.10亿元和17.10亿元，融资弹性仍较好。整体来看2024年公司流动性指标有所弱化，但绝对值表现仍较好，且流动性储备较充裕，短期偿债压力可控。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

2024年公司董事长因减持信息披露违规被监管部门予以相应处罚

治理方面，公司董事长陈德水于2024年7月23日通过大宗交易减持50万张可转，导致权益变动超1%但未及时披露，直至2024年10月9日才公告。针对以上事项浙江证监局及上海证券交易所分别对陈德水予以出具警示函并记入诚信档案、予以监管警示的处罚。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（2025年5月12日）及子公司舟山华康（2025年5月9日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月8日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

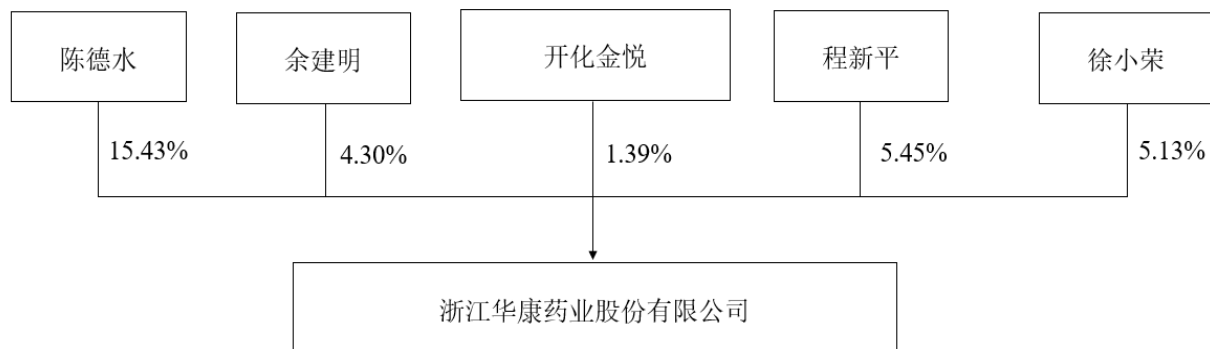
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	8.09	4.34	21.28	10.40
存货	9.27	6.97	2.82	2.79
流动资产合计	31.38	25.75	34.15	21.38
固定资产	21.92	22.54	15.53	12.43
在建工程	13.96	13.30	2.91	1.10
非流动资产合计	44.67	44.17	27.63	17.67
资产总计	76.06	69.92	61.78	39.05
短期借款	3.15	1.50	2.47	2.60
应付账款	7.98	8.02	3.12	3.02
一年内到期的非流动负债	2.35	2.28	1.80	0.61
流动负债合计	17.73	16.73	10.22	7.70
长期借款	10.76	6.97	7.70	3.45
应付债券	11.80	11.63	10.98	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.08
非流动负债合计	24.93	20.64	20.55	4.80
负债合计	42.67	37.37	30.77	12.49
总债务	30.49	24.98	23.52	7.20
其中：短期债务	7.89	6.36	4.83	3.74
长期债务	22.60	18.63	18.68	3.46
所有者权益	33.39	32.55	31.01	26.56
营业收入	8.17	28.08	27.83	22.00
营业利润	0.88	2.89	4.27	3.49
净利润	0.82	2.69	3.72	3.19
经营活动产生的现金流量净额	-0.35	1.46	6.19	2.72
投资活动产生的现金流量净额	-1.32	-15.86	-12.59	0.64
筹资活动产生的现金流量净额	5.43	-3.11	17.42	3.92
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	4.88	5.79	4.01
FFO（亿元）	--	3.33	5.12	3.67
净债务（亿元）	22.47	15.82	-1.90	-6.51
销售毛利率	19.40%	21.77%	24.18%	22.94%
EBITDA 利润率	--	17.37%	20.81%	18.23%
总资产回报率	--	4.86%	9.12%	10.33%
资产负债率	56.10%	53.44%	49.80%	31.99%
净债务/EBITDA	--	3.24	-0.33	-1.62
EBITDA 利息保障倍数	--	5.13	15.15	28.17

总债务/总资本	47.73%	43.42%	43.13%	21.32%
FFO/净债务	--	21.07%	-269.80%	-56.42%
经营活动现金流净额/净债务	-1.57%	9.26%	-326.49%	-41.76%
速动比率	1.25	1.12	3.07	2.42
现金短期债务比	1.04	1.55	5.40	3.81

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
焦作市华康糖醇科技有限公司	10,000.00	100.00%	制造业	设立
高密同利制糖有限公司	2,080.00	100.00%	制造业	非同一控制下企业合并
浙江华康贸易有限公司	500.00	100.00%	商业	设立
ZHEJIANG HUAKANG PHARMA B.V.	1.80 万欧元	100.00%	商业	设立
舟山华康生物科技有限公司	100,000.00	100.00%	制造业	设立
浙江华和热电有限公司	13,200.00	95.00%	制造业	非同一控制下企业合并
舟山新易盛贸易有限公司	500.00	95.00%	商业	非同一控制下企业合并
浙江精功农业发展有限公司	7,500.00	100.00%	其他农业	收购

资料来源：公司 2024 年年度报告

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号