



# 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2024年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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2024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

- 本次评级结果是考虑到：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）深耕功能性糖醇领域多年，产业链布局较为完整，下游客户主要为国内外知名食品饮料生产企业且需求仍稳定，公司2023年主要产品价格相对稳定，整体销量增长，产能利用率水平较高，收入及利润均保持增长，主营业务现金流生成能力仍较好；同时我们也关注到，公司海外销售占比仍较高，存在一定汇率波动及海外贸易风险，原材料玉米淀粉价格波动较大、原材料价格上涨将加大公司成本控制压力，在建项目部分资金需自筹、面临一定资金压力，且新增产能能否实现预期效益存在一定不确定性，以及面临一定资产减值及商誉减值风险等风险因素。

## 评级日期

2024年06月27日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	62.72	61.78	39.05	30.04
归母所有者权益	31.78	30.89	26.56	24.34
总债务	24.05	23.52	7.20	1.53
营业收入	6.35	27.83	22.00	15.94
净利润	0.80	3.72	3.19	2.37
经营活动现金流净额	-1.52	6.19	2.72	2.64
净债务/EBITDA	--	-0.33	-1.62	-3.93
EBITDA 利息保障倍数	--	15.15	28.17	73.23
总债务/总资本	42.99%	43.13%	21.32%	5.92%
FFO/净债务	--	-269.80%	-56.42%	-20.50%
EBITDA 利润率	--	20.81%	18.23%	17.90%
总资产回报率	--	9.12%	10.33%	11.64%
速动比率	3.19	3.07	2.42	3.52
现金短期债务比	4.79	5.40	3.81	9.99
销售毛利率	24.02%	24.18%	22.94%	23.03%
资产负债率	49.14%	49.80%	31.99%	18.96%

注：2021-2023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2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司深耕功能性糖醇领域多年，产业链布局较为完整，产品丰富，客户较为优质且稳定。**功能性糖醇作为食糖的替代品，符合天然、健康的主流消费趋势。公司是全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇和晶体麦芽糖醇生产企业之一，深耕功能性糖醇领域多年，产品丰富，原材料木糖仍主要由子公司及持股 50% 的联营企业四川雅华生物有限公司（以下简称“雅华生物”）供应，产业链布局较为完整。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，客户对公司产品的需求稳定。
- **公司 2023 年收入及利润均保持增长，主营业务现金流生成能力仍较好。**2023 年公司主要产品销售均价整体相对稳定，山梨糖醇销量继续快速增长，果葡糖浆、麦芽糖醇等产品销量继续增长，产能利用率水平较高，2023 年公司收入及利润均保持增长，主营业务现金流生成能力仍较好。

## 关注

- **公司海外销售约占收入的一半且主要以美元结算，存在一定汇率波动及海外贸易风险。**2023 年公司境外销售占比仍较高，且主要以美元结算，2023 年公司仍出现一定的汇兑损失，需持续关注汇率波动对公司利润的影响。此外，国际经济政策、地缘政治及贸易环境存在一定不确定性，或将会对公司的海外业务及海运费造成一定的影响。
- **需关注原材料价格对公司业绩产生的不利影响。**公司主要原材料仍为玉米淀粉及木糖，其中玉米淀粉作为大宗商品价格随市场供需变化而波动，如果未来价格持续上涨，公司产品价格无法及时向下游传导则会对业绩造成不利影响。
- **公司在建项目部分资金需自筹、面临一定资金压力，且新增产能能否实现预期效益存在一定不确定性。**截至 2023 年末，公司在建项目主要为 IPO 和本期债券的募投项目，以及粉粒状功能糖醇、麦芽糊精、玉米胚芽榨油等产品产能扩增项目，预计总投资 30.38 亿元，其中 15.87 亿元需自筹，公司面临一定的资金压力。在建项目完工后可增加现有产品产能、丰富公司产品种类，但项目能否按期推进并实现预期收益存在一定不确定性。
- **公司面临一定资产减值及商誉减值风险。**公司联营企业雅华生物的最主要供应商将于 2026 年底搬出宜宾市盐坪坝厂区，雅华生物将面临缺乏原材料供应而退出当地，退出后的政府补偿方案尚未落实，公司或面临一定资产减值风险。此外 2023 年公司因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”）保障在建项目蒸汽能源供应而产生 3.20 亿元商誉，若被收购的企业未来经营不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为功能性糖醇行业长期发展趋势整体向好，公司业务持续性较好，未来营业收入有望进一步扩大，财务杠杆保持相对稳定。

## 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
归母所有者权益	30.89	15.08	45.38	19.83	34.70
营业收入	27.83	8.68	5.00	25.24	68.72
净利润	3.72	1.93	0.59	0.54	4.94
销售毛利率	24.18%	32.73%	3.05%	8.10%	11.61%
资产负债率	49.80%	14.04%	5.66%	25.40%	58.64%
速动比率	3.07	2.57	0.97	0.88	0.80

注：以上各指标为 2023 年末/2023 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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

### 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	13.03	2023-4-13	2029-12-25

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年12月发行6年期13.03亿元可转换公司债券，募集资金拟用于100万吨玉米精深加工健康食品配料项目。根据公司提供的募集资金账户余额明细，截至2024年5月末，募集资金账户余额合计为4.03亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司因向116名激励对象授予限制性人民币普通股（A股）股票，增加股本615.00万元，截至2023年末公司注册资本及实收资本均为2.35亿元。本期债券初始转股价格为22.66元/股，2024年5月因权益分派调整转股价，调整后华康转债转股价为16.89元/股。

2023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，截至2023年末上述4名自然人分别持有公司股份比例为15.48%、4.31%、5.47%和5.14%，并通过其控制的开化金悦投资管理有限公司<sup>1</sup>（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2024年6月10日，实际控制人中程新平、徐小荣、余建明未解除质押股份数量分别为462.80万股、420.30万股、311.50万股，占其持有股份比例分别为36.06%、34.82%及30.81%，合计占总股本比例为3.92%。

2023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，所属行业为农副食品加工业，2023年度公司合并范围新增2家子公司，系现金收购方式取得。为保障公司位于舟山在建项目所需蒸汽能源的供应，公司以人民币5.23亿元收购宁波瑞顺久贸易有限公司所持有的华和热电及新易盛各95%的股权。华和热电主营业务为蒸汽和电力的供应，新易盛主要将其持有的配套设施出租给华和热电。公司分别于2023年1月6日、2023年1月9日完成华和热电和新易盛股权事项工商变更登记手续。两家子公司的情况详见下表。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江华和热电有限公司	95%	13,200.00	蒸汽能源及电力供应	现金收购
舟山新易盛贸易有限公司	95%	500.00	租赁业务	现金收购

<sup>1</sup> 陈德水、余建明、程新平、徐小荣与其控制的开化金悦系一致行动人

资料来源：公司 2023 年年度报告

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

### 行业环境

居民生活水平的提升和疾病防治要求使得食品消费趋势转向健康食品，功能性糖醇作为食糖的替代品，符合天然、健康的主流消费趋势，无糖/低糖类食品和饮料的发展有助于提升功能性糖醇的市场空间

甜味剂是指为增加食品或饮料甜味的一类食品添加剂。甜味剂按营养价值可以分为营养型甜味剂和非营养型甜味剂两大类。营养型甜味剂属于糖类甜味剂，是一种具有较高热量的碳水化合物，对人体有较高的营养价值；非营养型甜味剂不属于糖类甜味剂，一般指高甜度的合成甜味剂和天然来源中的甜味剂，热量较低或无热量，只利用其甜味，没有或很少有营养功能。

**表2 甜味剂分类**

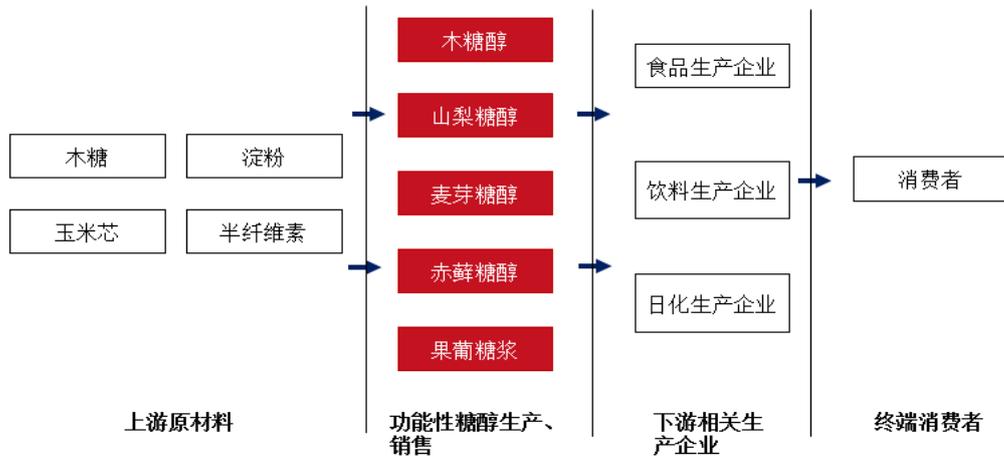
按营养价值划分	大类	代表产品
营养性甜味剂	糖类	蔗糖、果糖、淀粉糖（麦芽糊精、麦芽糖浆、果葡糖浆）
	糖醇类	木糖醇、麦芽糖醇、山梨糖醇、甘露糖醇、赤藓糖醇、阿洛酮糖
非营养性甜味剂	合成甜味剂	糖精、甜蜜素、安赛蜜、蔗糖素、阿斯巴甜
	天然甜味剂	甜叶菊苷、罗汉果甜苷、甘草甜素

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

功能性糖醇是一种多元醇，特征是具有与蔗糖类似的化学和物理性质，但热值较蔗糖低，对酸、热具有较高的稳定性，且多数情况下不易龋齿，是良好的低热值食品甜味剂。目前功能性糖醇产品有十几种，主要有木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、甘露糖醇、赤藓糖醇等。上述功能性糖醇产品由于具有优良特性，并符合当前天然、健康的主流消费趋势，目前已作为食糖的替代品，在食品、饮料、医药等行业得到广泛的应用。不同功能性糖醇的主要应用有所不同，如木糖醇的防龋齿特性，使得其广泛应用在口香糖等口腔保健品中；赤藓糖醇广泛应用在食品和饮料的生产中，其中元气森林气泡水为市面上较为知名的产品；整体来看目前功能性糖醇尚处于行业发展阶段，不同糖醇之间互相替代尚不明显。

功能性糖醇的上游是玉米种植加工及化工业，主要由淀粉、玉米、玉米芯、木糖、含半纤维素碱液等供应商组成，下游则是由食品、饮料、医药、日化等行业客户、贸易客户、及终端消费者组成。

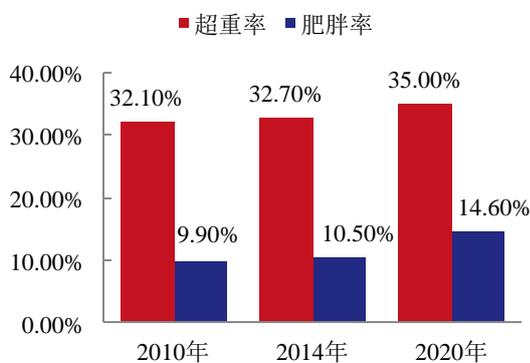
图1 功能性糖醇行业产业链



资料来源：公开资料、中证鹏元整理

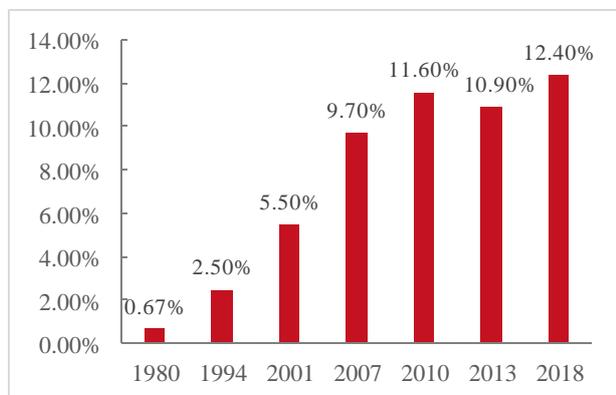
近年来，我国经济持续发展、居民人均可支配收入持续提升，根据国家统计局的数据，我国居民人均可支配收入从2015年的21,966元增长至2023年的39,218元。随着社会消费观念和与生活水平的提升，居民的饮食消费观念也从传统的温饱型向营养型、健康型转变，健康食品是食品行业开发的热点方向。消费能力的提升使得居民的生活条件日益改善，但随之而来的肥胖及其相关疾病的发病率也在不断增长。根据我国官方发布的国民体质监测公报，2020年我国成年人超重率、肥胖率分别为35.0%和14.60%，较2014年分别增长了2.3和4.1个百分点；此外，自1980年以来我国成年人糖尿病的发病率上升较为迅速。因此控糖、减糖的饮食需求刺激了无糖/低糖类食品和饮料的市场发展，以功能性糖醇为代表的人工代糖市场有了较大的市场空间。

图2 过去十年来我国成年人超重率、肥胖率不断提升



资料来源：《2014年国民体质监测公报》、《第五次国民体质监测公报》，中证鹏元整理

图3 1980年-2018年我国成年人糖尿病发病率不断提升



资料来源：公开查询，中证鹏元整理

我国功能性糖醇行业市场规模保持增长，行业内具有一定的区域特征及产业集群效应，行业内公司规模普遍偏小

功能性糖醇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，近年行业企业处于高速发展期，行业内各细分龙头企业如华康股份、百龙创园、三元生物分别于2021年2月、2021年4月、2022年2月于我国A股市场上市。行业中具有规模化、成本控制能力较好的企业具有较好的竞争优势。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<sup>2</sup>，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；而更为新型的甜味剂赤藓糖醇市场规模增幅明显，其全球产量从2017年的5.1万吨增长至2019年的8.5万吨，增幅为66.67%<sup>3</sup>。

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，下表所列示上市公司中除华康股份外，其余公司均总部均位于山东，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。

**图4 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

国内从事功能性糖醇的公司规模普遍偏小，如下表所示，国内主要功能性糖醇及淀粉糖类上市公司市值均在100亿元以下；2023年度营业收入及毛利率则与其具体产品有一定关联。

**表3 功能性糖醇及淀粉糖类上市公司基本情况（单位：亿元）**

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

<sup>3</sup> 《三元生物招股说明书》

公司	主营业务	市值	营业收入	净利润	毛利率	资产负债率
华康股份	主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售	48	27.83	3.72	24.18%	49.80%
百龙创园	主要从事益生元和膳食纤维产品的生产，具体包括低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖、抗性糊精、聚葡萄糖、阿洛酮糖等	74	8.68	1.93	32.73%	14.04%
三元生物	主要从事食品添加剂“赤藓糖醇及其复配产品”的研发、生产和销售	53	5.00	0.59	3.05%	5.66%
保龄宝	主要从事酶工程、发酵工程等现代生物工程技术，以及功能糖的研发、制造及解决方案服务	22	25.24	0.54	8.10%	25.40%
晨光生物	主要致力于研制和生产天然色素、天然香辛料提取物和精油、天然营养及药用提取物等	46	68.72	4.94	11.61%	58.64%

注：市值选取 2024 年 6 月 12 日收盘后市值，财务指标为 2023 年数值。

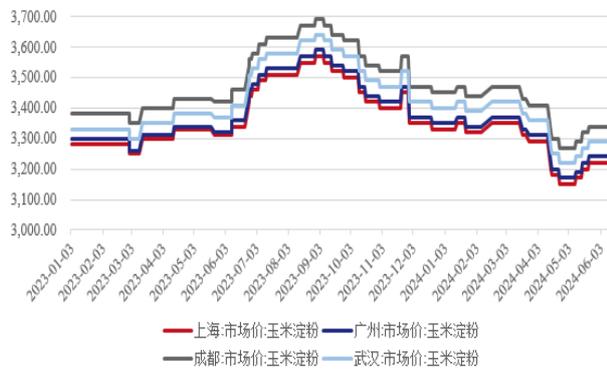
资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2023年三季度以来玉米淀粉价格波动下行，但仍需关注原材料价格上涨带来的成本增加问题；从2024年1月起海运费价格略有上升，对功能性糖醇及淀粉糖生产企业带来一定的成本控制压力**

功能性糖醇及淀粉糖上游原材料主要包括淀粉、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。近年来淀粉、玉米芯等原材料价格有所波动，对功能性糖醇企业的利润水平产生一定的影响。

如图5所示，2023年三季度以来玉米淀粉价格波动下行，以上海玉米淀粉现货价格为例，其价格从2023年9月的3,570元/吨的高点一直波动下行，跌至2024年5月的3,150元/吨左右，跌幅约为12%，接着有所反弹，截至2024年5月末价格为3,220元/吨，总体来看过去一年玉米淀粉价格波动尚可，但若未来原材料价格继续上涨，将加大功能性糖醇及淀粉糖生产企业成本端压力，对企业的盈利能力产生不利影响。此外，如图6所示自2023年1月以来波罗的海运指数地位震荡，近一年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，海运费开始逐渐反弹，若后续价格持续上涨将给相关出口企业带来较大的成本控制压力。

**图5 2023年三季度以来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

**图6 海运费价格在2023年以来处于底部区间, 2024年年初有所反弹**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司深耕功能性糖醇领域多年, 产业链布局完整, 产品品种丰富, 客户主要为国内外知名食品饮料企业且合作稳定, 2023年主要产品价格相对稳定、整体销量上升, 营业收入和利润保持增长, 产能利用率较高; 需关注公司在建项目部分资金需自筹, 面临一定资金压力, 且新增产能能否实现预期效益存在一定不确定性

跟踪期内公司主营业务未发生大变化, 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, 现已成为全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇和晶体麦芽糖醇生产企业之一。晶体糖醇主要包含晶体木糖醇、晶体山梨糖醇、晶体麦芽糖醇; 液体糖、醇产品主要系果葡糖浆、液体麦芽糖醇、液体山梨糖醇。

2023年公司收入规模同比增长26.48%。其中, 晶体糖醇产品同比增长主要系山梨糖醇销量快速增长所致; 液体糖、醇及其他产品同比增长主要系液体麦芽糖醇、液体山梨糖醇收入快速增长所致; 其他业务收入规模大幅提升, 主要系2023年并购华和热电和新易盛, 新增蒸汽销售业务所致, 除满足公司本身运营需求外, 华和热电亦向其所在园区其他企业提供蒸汽能源, 该资源在当地具有一定稀缺性。

毛利率方面, 2023年公司销售毛利率略有提升, 主要系公司主营业务销量增长、产能利用率提高、单位成本下降, 以及新增高毛利率的蒸汽销售业务所致。2024年1-3月公司营业收入为6.35亿元, 同比降低2.39%。

**表4 公司主要业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)**

项目	2023年			2022年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
晶体糖醇产品	191,366.27	28.90%	68.78%	166,893.87	26.72%	75.86%

液体糖、醇及其他产品	68,019.65	8.82%	24.45%	51,156.07	7.68%	23.25%
其他	18,830.10	31.73%	6.77%	1,952.37	99.72%	0.89%
<b>合计</b>	<b>278,216.01</b>	<b>24.18%</b>	<b>100.00%</b>	<b>220,002.31</b>	<b>22.94%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023 年审计报告，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；2023年公司主要产品均价整体相对稳定、小幅波动，晶体木糖醇销量同比有所下降，晶体山梨糖醇销量快速增长、已成为第二大产品，晶体麦芽糖醇及果葡糖浆销量保持增长；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

公司在功能性糖醇产品领域深耕多年，主导、参与起草了多项国家和行业标准，是木糖、木糖醇、麦芽糖醇、山梨糖醇等三十余项国家标准、行业标准及团体标准的起草单位之一。公司产品线丰富，产品品种多样，且持续研发投产新产品，避免受某一产品价格变化而出现较大波动，有助于降低经营风险。

公司仍主要通过直销方式进行产品销售。公司设有国内业务部和国际业务部，并设有专门的大客户经理，负责与国内外主要客户进行长期稳定的业务沟通及合作。此外，公司还通过子公司浙江华康贸易有限公司开拓国内电商市场，从单一的 B2B 模式转为以 B2B 模式为主、B2C 模式相结合的形式，构建起较为完善的销售体系。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。2023年度公司客户结算周期未有较大变化，应收账款周转天数略有下降。

2023年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。2023年公司前五大客户占比为41.29%，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。

销售区域方面，公司2023年境内销售比重有所增长，其中液体功能性糖醇受运输成本较高影响，销售半径在几百公里以内。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-0.07亿元，损失规模有所减少，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。此外，国际贸易环境存在一定不确定性，或将会对公司的海外业务造成一定的影响。

**表5 公司主营业务收入按销售区域分类情况（单位：万元）**

项目	2023 年度		2022 年度	
	金额	比例	金额	比例
境内	146,311.09	53.57%	105,131.33	48.21 %
境外	126,831.84	46.43%	112,918.61	51.79 %
<b>合计</b>	<b>273,142.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>218,049.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

2023年公司主要产品销售均价整体相对稳定，销量整体有所增加，主要系玛氏箭牌、亿滋等客户需

求增长、公司产能提升所致。分产品来看，2023年晶体木糖醇仍为公司第一大产品，销量、销售金额同比下降；晶体山梨糖醇销量及销售金额2023年继续快速增长，已成为公司第二大品种，为公司营收增量的主要来源。此外，晶体麦芽糖醇及果葡糖浆的销量、销售金额均保持上升。

**表6 报告期内公司主要大类产品销售情况（单位：吨）**

年份	2023	2022
晶体糖醇产品	148,661.17	116,228.79
液体糖、醇及其他产品	209,753.41	156,655.52

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

公司核心产品晶体木糖醇的原材料木糖主要由公司子公司及联营企业雅华生物供应，较为完整的产业链布局有效保证了原材料的稳定供应，但雅华生物将面临搬迁，公司或将面临一定的资产减值及原材料供给缺口风险

2023年公司主营业务成本整体保持增长，主要系随着业务量的上升而上升，分结构看，公司直接材料占比较高、不同产品有所差异，2023年度公司主要环节成本占比变化不大。

**表7 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）**

产品分类	项目	2023 年		2022 年	
		金额	占比	金额	占比
晶体糖醇产品	直接材料	93,995.13	69.08%	86,167.94	70.46%
	直接人工	4,568.50	3.36%	3,974.98	3.25%
	制造费用	20,620.95	15.16%	17,449.85	14.27%
	运保费及关税	16,878.68	12.41%	14,708.05	12.03%
	<b>小计</b>	<b>136,063.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>122,300.82</b>	<b>100.00%</b>
液体糖、醇及其他产品	直接材料	59,940.83	82.85%	38,941.22	82.45%
	直接人工	897.27	1.24%	766.16	1.62%
	制造费用	7,661.16	10.59%	4,907.99	10.39%
	运保费及关税	3,853.66	5.33%	2,612.32	5.53%
	<b>小计</b>	<b>72,352.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>47,227.69</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 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，自2023年三季度以来价格波动下行，但若未来价格继续上涨，将加大公司成本端压力。

木糖为木糖醇的主要生产原料，公司木糖主要由雅华生物<sup>4</sup>、子公司焦作市华康糖醇科技有限公司（以下简称“焦作华康”）及高密同利制糖有限公司（以下简称“高密同利”）供应。雅华生物生产木糖的主要原材料为富含半纤维素碱液，该等富含半纤维素碱液全部来自宜宾丝丽雅集团有限公司（以下简称“宜宾丝丽雅”）。根据公司2023年年度报告，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。目前雅华生物退出宜宾市盐坪坝厂区的政府补偿方案尚未落实，未来雅华生物有可能会面临一定的资产减值风险。此外若宜宾丝丽雅不再供给半纤维素碱液，雅华生物的产能或将无法释放，公司或将面临一定的原材料缺口<sup>5</sup>。

玉米芯为生产木糖的原材料，主要系公司子公司焦作华康、高密同利采购，用于制取木糖使用。玉米芯系玉米种植业的副产品，公司子公司焦作华康、高密同利主要系向山西、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”，该项目将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，截至2023年末该项目已经进入试生产阶段。

**公司产能利用率情况良好，在建项目较多、部分资金需自筹，公司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**

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个位于浙江舟山在建募投项目生产基地，此外，公司参股公司雅华生物生产基地在四川宜宾。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。

2023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，2023年主要产品的产能利用率仍较高，其中晶体糖醇产品在2023年产能提升后仍保持较高水平。2023年公司晶体糖醇产品产能提升主要系新增赤藓糖醇产线所致。

**表8 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	2023 年	2022 年度
主要晶体糖醇产品	产能（吨）	145,000.00	123,333.33

<sup>4</sup>截至 2023 年末公司持有雅华生物 50.00% 股权，但根据雅华生物的《公司章程》，公司无法对雅华生物构成控制，不能将其纳入合并报表范围。公司董事陈德水、余建明、徐小荣亦担任雅华生物的董事，对雅华生物的经营产生影响。

<sup>5</sup>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。

	产量（吨）	149,238.31	118,306.64
	销量（吨）	148,661.17	116,228.79
	产能利用率	102.92%	95.92%
	产销率	99.61%	98.24%
主要液体糖产品	产能（吨）	100,000.00	100,000.00
	产量（吨）	119,779.10	87,694.93
	销量（吨）	122,748.95	104,485.13
	产能利用率	119.78%	87.69%
	产销率	102.48%	119.15%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023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预计在今年三季度试生产，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9 截至 2023 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	3,858.53	3,858.53	募集资金
本期债券募投项目	100 万吨玉米深加工健康食品配料项目	247,888.15	129,338.53	0.00	17,006.60	自筹、募集资金
其他项目	年产 1 万吨精制功能糖醇及粉粒状车间扩建项目	15,300.00	-	-	114.64	自筹
	年产 10 万吨麦芽糊精项目	14,842.00	-	-0	0.00	自筹
	年加工 10 万吨玉米胚芽榨油项目	9,960.00	-	-	0.00	自筹
<b>合计</b>		<b>303,800.56</b>	<b>145,148.94</b>	<b>3,858.53</b>	<b>20,979.77</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

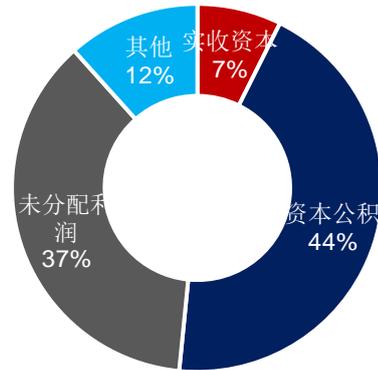
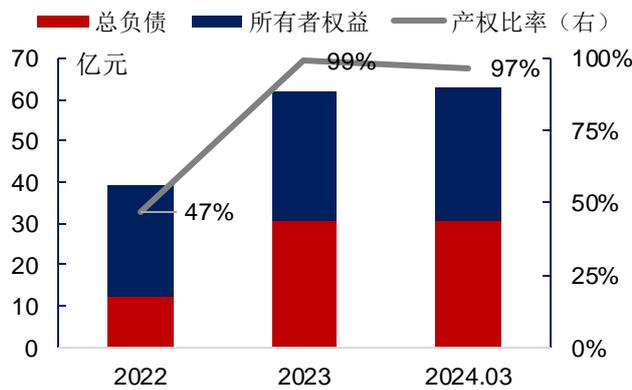
### 财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围变化情况详见表1。截至2023年末公司纳入合并范围的子公司共7家，详情见附录四。

### 资本实力与资产质量

2023年债务驱动使得公司总资产规模大幅增加，净资产对负债的保障能力减弱；公司资产受限比例不高，整体资产流动性仍较好，但需关注公司资本开支的大幅增加带来的折旧及商誉减值等风险

得益于公司经营积累及实施股权激励增发股票形成股本溢价，2023年公司净资产规模保持增长、资本实力得到增强，同期公司发行可转债，债务水平大幅增加，综合影响下公司产权比率大幅提升，净资产对负债的保障程度大幅减弱。截至2024年3月末公司所有者权益仍主要为未分配利润及资本公积。

**图7 公司资本结构**
**图8 2024年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司受融资端大幅增加的影响，资产规模大幅增加，2023年末资产的增长主要为货币资金、固定资产及商誉。随着公司资本性支出的增加，公司非流动资产规模增长较快。

公司现金类资产仍为公司最主要资产，主要为货币资金及其他流动资产，资金主要为银行存款，其中2023年大幅增长系获得可转债募集资金；其他流动资产主要系可转让大额存单。2023年末公司现金类资产中有1.61亿元因存单质押及保证金受限，受限比例不高。

公司的资本开支主要体现在固定资产、在建工程、商誉及其他非流动资产（预付设备款）。公司固定资产仍主要为与生产相关的厂房及设备，2023年随着在建工程转入及企业合并规模有所增长；随着公司产能的扩张、2023年在建工程亦有所增长。此外，为保障舟山华康公司项目运营的蒸汽供应，2023年公司以5.23亿元收购华和热电及舟山新易盛95%的股权，并产生3.20亿元的商誉；考虑到收购两家子公司主要为满足公司自身经营的能源需求，在收购时未做业绩承诺，但评估增值较高，仍需关注未来商誉减值风险。

2023年应收账款规模变化不大，截至2023年末前五大应收对象应收账款合计占应收账款期末余额的比例为42.97%，集中度尚可，基本为1年以内的应收账款，以外币计价的应收账款折合成人民币规模为1.96亿元。公司客户主要系国内外知名食品饮料企业，信用水平较好，公司整体计提坏账准备水平不高。

公司的生产具有连续性，存货以原材料、库存商品及发出商品为主，2023年随着业务的增长规模保持提升。2023年公司产能利用率及产销率均较高、库存消化能力较好，截至2023年末公司计提存货跌价

准备比例很低。

公司长期股权投资未有较大变化，仍为对联营企业雅华生物、宁波中药制药股份有限公司（以下简称“宁波中药”）及开化县合华供热有限公司的投资，截至2023年末公司分别直接持有上述公司50.00%、20.00%及15.00%的股份。

受限资产方面，截至2023年末公司受限资产规模为1.72亿元，受限比例不高。整体来看，公司资产规模大幅增长，账面现金类资产较为充裕，资产受限比例不高，但需关注公司资本开支的大幅增加带来的折旧及商誉减值等风险。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.16	27.36%	21.28	34.45%	10.40	26.64%
应收账款	3.76	6.00%	3.71	6.01%	3.55	9.09%
存货	3.74	5.96%	2.82	4.57%	2.79	7.15%
其他流动资产	3.85	6.14%	4.86	7.86%	4.06	10.39%
<b>流动资产合计</b>	<b>31.04</b>	<b>49.49%</b>	<b>34.15</b>	<b>55.28%</b>	<b>21.38</b>	<b>54.75%</b>
长期股权投资	0.80	1.27%	0.94	1.53%	1.23	3.14%
固定资产	15.28	24.36%	15.53	25.13%	12.43	31.83%
在建工程	6.87	10.95%	2.91	4.70%	1.10	2.82%
无形资产	3.12	4.98%	2.83	4.58%	2.42	6.21%
商誉	3.49	5.56%	3.46	5.60%	0.26	0.67%
其他非流动资产	1.78	2.85%	1.70	2.75%	0.06	0.14%
<b>非流动资产合计</b>	<b>31.68</b>	<b>50.51%</b>	<b>27.63</b>	<b>44.72%</b>	<b>17.67</b>	<b>45.25%</b>
<b>资产总计</b>	<b>62.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>61.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

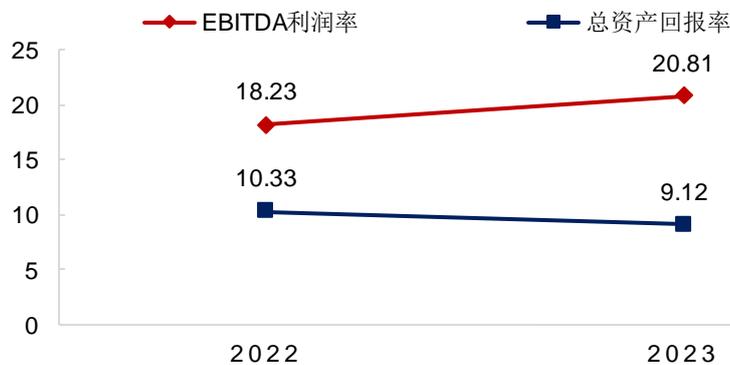
**2023年公司收入及利润均保持增长，但研发费用及利息支出规模较大，2024年一季度收入及利润较去年同期均有所下降**

公司营业收入仍主要来自于木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆，2023年收入规模增长26.48%，毛利率亦有所增加。公司在建项目之一“年产 3 万吨 D-木糖绿色智能化提升改造项目”旨在提升公司木糖供应能力、降低生产成本，有望平滑原材料波动的风险。

期间费用方面，2023年公司期间费用率为9.40%，占比较去年有所提升，费用的提升主要为研发费用及财务费用，2023年公司研发支出为1.24亿元，同比增长24.63%，主要系为舟山华康项目做研发储备；2023年公司加大融资力度，利息支出规模为0.37亿元，同比大幅提升。综合影响下，2023年公司实现上市公司股东的净利润3.71亿元，同比增长16.34%，公司盈利能力有所提升。

2024年1-3月公司实现营业收入6.35亿元、净利润0.80亿元，分别同比下降2.39%和11.16%，利润的下降主要系股权激励费用摊销及研发费用支出增加等因素所致。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司现金流生成能力仍较好，现金类资产较为充裕，短期偿债压力不大，但需结合公司经营情况、持续关注融资力度大幅增加后公司的偿债压力的变化

2023年公司债务规模大幅提升，主要系发行华康转债及新增长期借款所致。“华康转债”于2023年12月发行，发行规模为13.03亿元，期限6年；长期借款增加主要系增加信用借款及质押借款所致。此外公司短期借款主要系1.02亿元的票据贴现借款及1.00亿元的信用借款。

经营性债务方面，公司应付账款主要为应付供应商货款及工程建设的工程设备款，2023年规模有所增长。2023年末公司其他应付款规模有所增长，主要系新增0.77亿元的限制性股票回购义务。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.81	2.63%	2.47	8.03%	2.60	20.83%
应付票据	0.59	1.91%	0.41	1.32%	0.39	3.15%
应付账款	2.68	8.69%	3.12	10.13%	3.02	24.16%
其他应付款	1.37	4.46%	1.17	3.79%	0.25	2.04%
一年内到期的非流动负债	2.07	6.72%	1.80	5.86%	0.61	4.88%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.55</b>	<b>27.75%</b>	<b>10.22</b>	<b>33.21%</b>	<b>7.70</b>	<b>61.60%</b>
长期借款	9.29	30.13%	7.70	25.04%	3.45	27.65%
应付债券	11.15	36.17%	10.98	35.70%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.27</b>	<b>72.25%</b>	<b>20.55</b>	<b>66.79%</b>	<b>4.80</b>	<b>38.40%</b>

<b>负债合计</b>	<b>30.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.49</b>	<b>100.00%</b>
总债务	24.05	78.04%	23.52	76.44%	7.20	57.61%
其中：短期债务	3.62	11.73%	4.83	15.70%	3.74	29.92%
长期债务	20.44	66.31%	18.68	60.73%	3.46	27.69%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023年度公司经营活动现金流净额及FFO指标仍表现好，公司主营业务现金生成能力仍较强。得益于较为充裕的现金类资产，公司净债务为负，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现优秀。2023年融资力度的大幅增加使得杠杆水平大幅提升，2023年末资产负债率为49.80%，负债水平尚可，EBITDA利息保障倍数虽有所下降但整体仍较好。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，未来杠杆水平或将进一步增加，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。

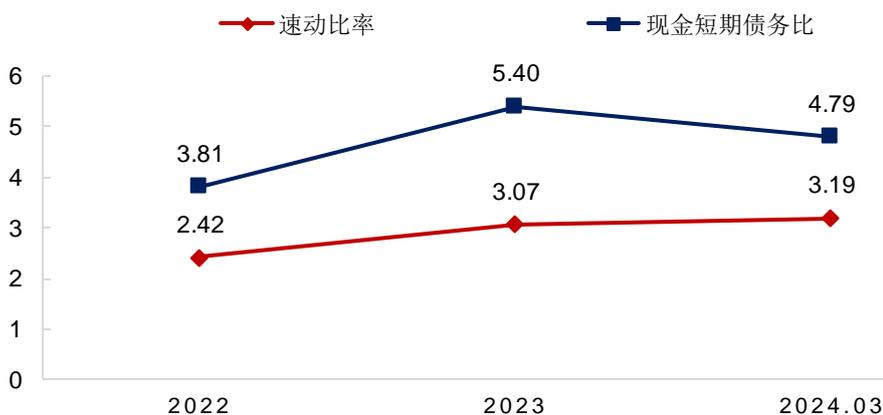
**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.52	6.19	2.72
FFO（亿元）	0.48	5.12	3.67
资产负债率	49.14%	49.80%	31.99%
净债务/EBITDA	--	-0.33	-1.62
EBITDA 利息保障倍数	--	15.15	28.17
总债务/总资本	42.99%	43.13%	21.32%
FFO/净债务	--	-269.80%	-56.42%
经营活动现金流净额/净债务	-22.09%	-326.49%	-41.76%
自由现金流/净债务	-81.80%	37.54%	41.11%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，受益于较为充裕的现金类资产，公司速动比率和现金短期债务比有所波动但表现良好，短期偿债压力不大。考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，且拥有较大规模的非受限资产，融资渠道和融资弹性较好。截至2023年末，公司现金类资产较为充裕，信贷资金需求有限，截至2024年3月末，授信总额和未使用额度分别为19.50亿元和12.34亿元。整体来看，公司流动性指标表现较好，偿债风险可控。

**图10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司暂不存在环境因素、社会因素的相关风险，治理结构及内部控制制度较为完善

#### 环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚，未因废水排放而受到政府部门处罚，未因废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，未发生拖欠员工工资、社保，未发生员工安全事故。

#### 公司治理

根据《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司及高管人员不存在因违法违规受到行政、刑事处罚及其他处罚，不存在受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分的情况，治理风险可控。2023 年公司董事、监事及高级管理人员发生变动，详见下表。

表13 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	职务	变动情形	变动原因
王斌德	副总经理	聘任	工作变动
王斌德	副总经理	离任	个人原因辞职

郑晓阳	董事、副总经理	选举、聘任	董事会换届、工作变动
汪家发	财务负责人	聘任	工作变动
郑芳明	监事	选举	监事会换届
郑芳明	董事会秘书、副总经理	离任	工作变动
余建明	财务负责人	离任	工作变动
曹建宏	董事	离任	董事会换届
严晓星	监事	离任	监事会换届

资料来源：公司 2023 年年度报告

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月11日），公司本部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（2024年6月11日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

功能性糖醇作为食糖的替代品，符合天然、健康的主流消费趋势，长期来看需求不断提升。公司深耕功能性糖醇领域多年，产业链布局较为完整，产品丰富，客户较为优质且稳定。公司2023年主要产品价格相对稳定，整体销量增长，产能利用率水平较高，收入及利润均保持增长，主营业务现金流生成能力仍较好。同时我们也关注到，公司海外销售占比仍较高，仍存在一定汇率波动及海外贸易风险，原材料价格波动较大、原材料价格上涨将加大公司成本控制压力，在建项目部分资金需自筹、面临一定资金压力，且新增产能能否实现预期效益存在一定不确定性，以及面临一定资产减值及商誉减值风险。整体来看，公司具有一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“华康转债”信用等级为AA-。

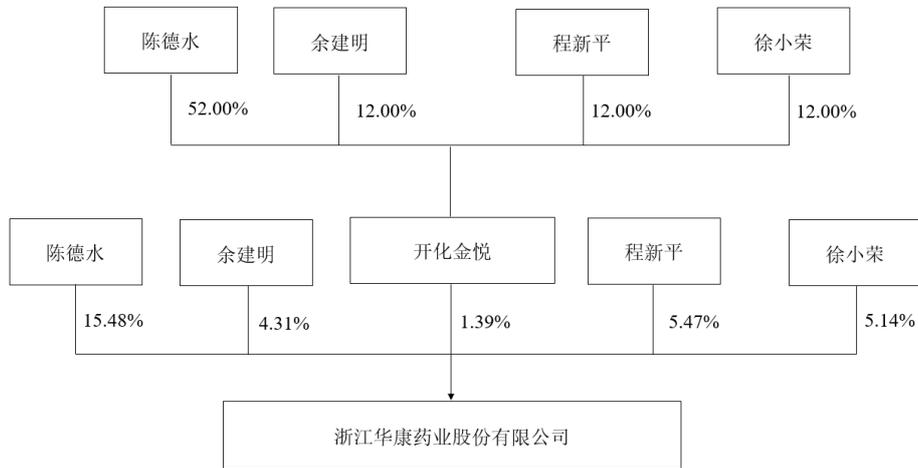
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	17.16	21.28	10.40	12.44
应收账款	3.76	3.71	3.55	2.28
存货	3.74	2.82	2.79	2.00
其他流动资产	3.85	4.86	4.06	0.15
流动资产合计	31.04	34.15	21.38	18.03
固定资产	15.28	15.53	12.43	7.58
在建工程	6.87	2.91	1.10	2.31
无形资产	3.12	2.83	2.42	0.90
商誉	3.49	3.46	0.26	0.26
非流动资产合计	31.68	27.63	17.67	12.01
资产总计	62.72	61.78	39.05	30.04
短期借款	0.81	2.47	2.60	1.20
应付账款	2.68	3.12	3.02	2.17
其他应付款	1.37	1.17	0.25	0.56
一年内到期的非流动负债	2.07	1.80	0.61	0.01
流动负债合计	8.55	10.22	7.70	4.56
长期借款	9.29	7.70	3.45	0.20
应付债券	11.15	10.98	0.00	0.00
非流动负债合计	22.27	20.55	4.80	1.14
负债合计	30.82	30.77	12.49	5.70
总债务	24.05	23.52	7.20	1.53
其中：短期债务	3.62	4.83	3.74	1.32
所有者权益	31.90	31.01	26.56	24.34
营业收入	6.35	27.83	22.00	15.94
营业利润	0.86	4.27	3.49	2.57
净利润	0.80	3.72	3.19	2.37
经营活动产生的现金流量净额	-1.52	6.19	2.72	2.64
投资活动产生的现金流量净额	-3.77	-12.59	0.64	-12.55
筹资活动产生的现金流量净额	1.10	17.42	3.92	12.20
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	0.78	5.79	4.01	2.85
FFO（亿元）	0.48	5.12	3.67	2.30
净债务（亿元）	6.87	-1.90	-6.51	-11.23
销售毛利率	24.02%	24.18%	22.94%	23.03%
EBITDA 利润率	--	20.81%	18.23%	17.90%
总资产回报率	--	9.12%	10.33%	11.64%

资产负债率	49.14%	49.80%	31.99%	18.96%
净债务/EBITDA	--	-0.33	-1.62	-3.93
EBITDA 利息保障倍数	--	15.15	28.17	73.23
总债务/总资本	42.99%	43.13%	21.32%	5.92%
FFO/净债务	--	-269.80%	-56.42%	-20.50%
经营活动现金流净额/净债务	-22.09%	-326.49%	-41.76%	-23.54%
自由现金流/净债务	-81.80%	37.54%	41.11%	8.60%
速动比率	3.19	3.07	2.42	3.52
现金短期债务比	4.79	5.40	3.81	9.99

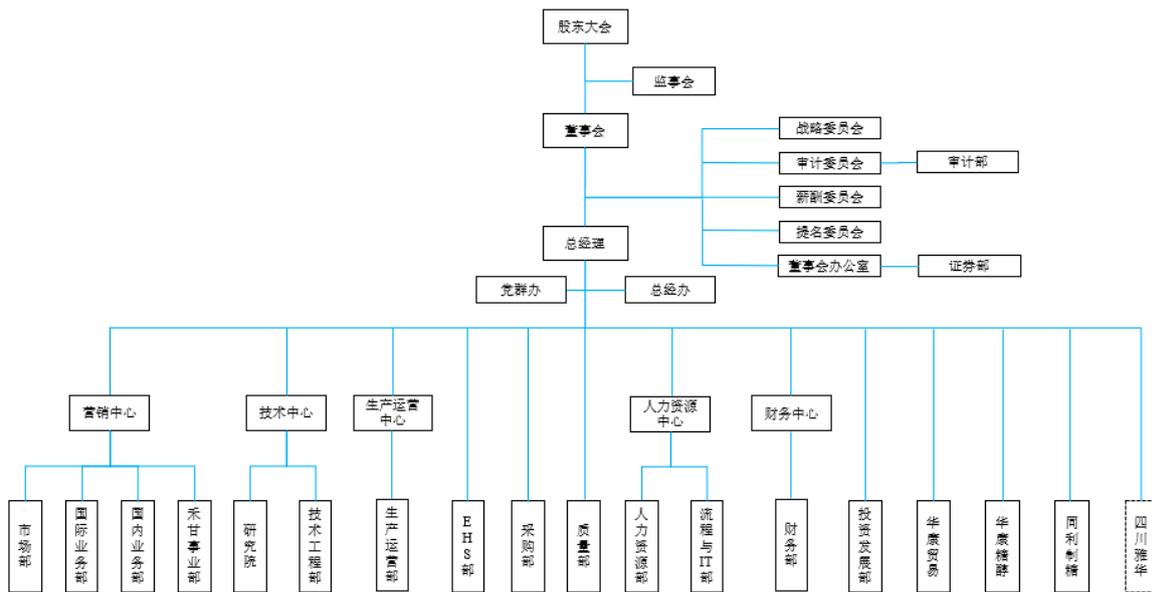
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023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	业务性质	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

资料来源：公司 2023 年年度报告

## 附录五 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、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。

### 二、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。

### 三、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。

### 四、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。