

## 业绩短期承压，期待舟山项目建设完成

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年中报，实现营收 13.6 亿元，同比-0.7%；归母净利润 1.4 亿元，同比-25.3%。2024Q2 单季度，公司实现营收 7.2 亿元，同比+0.8%；归母净利润 0.6 亿元，同比-38.5%。上半年业绩低于市场预期，营收净利短期承压。
- 原料价格回落致单价承压，贸易客户较快增长。** 1、分产品看，24H1 晶体糖醇实现营收 9.4 亿元，同比-6.3%；液体糖醇及其他实现营收 3.3 亿元，同比-7.8%。公司整体销量保持相对稳定，上半年营业收入同比下降主要系去年 Q1 公司受海外订单高增影响存在高基数，而今年 Q1 市场需求更趋于稳定，同时原材料价格回落导致产品单价有所调整。2、分地区看，24H1 境内实现营收 7.5 亿元，同比+13.6%；境外实现营收 6.1 亿元，同比-14.0%。去年同期地缘政治因素导致欧洲能源成本高涨，相关糖醇企业生产及成本受到影响，公司抓紧订单转移产业红利实现境外业务高增，今年公司延续境外大客户深度绑定，在去年高增速的背景下依然维持稳健。3、分渠道看，24H1 直销客户营收为 11.9 亿元，同比-3.3%；贸易客户营收为 1.7 亿元，同比+21.5%。今年上半年公司境内新增贸易商 18 位，境外新增 11 位，在做好原有客户维护工作的前提下，及时跟进大客户需求，深入开展与大客户的战略合作。公司依托舟山华康的地理优势扩大销售半径，围绕现有客户渠道开发潜在目标市场，并根据不同客户与市场制定有针对性的销售方案，为下半年项目落地做好充足的准备。
- 盈利短期承压，股权激励助力中长期发展。** 1、24H1 整体毛利率 21.6%，同比下降 2pp；净利率 10.2%，同比下降 3.3pp。上半年毛利率下降主要系本期股权激励摊销费用及舟山华康项目建设期费用增加导致利润减少，影响净利率随之下降。2、24H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 1.8%/4.6%/4.7%，分别同比+0.4pp/+1.9pp/+0.4pp，预计下半年剔除股份支付费用影响及舟山项目顺利建成后，管理费用率将有所优化提高整体效率。3、24H1 公司实现经营活动产生的现金流量净额为-0.6 亿元，相较于去年同期减少 3.1 亿元，主要系因境外融资成本偏高减少应收款融资导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。
- 舟山一期项目进入建设关键阶段，百日攻坚蓄势待发。**“200 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”分两期建设，其中一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”于 2022 年 8 月启动，为期 2 年的第一阶段即将完成，该阶段产能主要为液体糖浆类及部分晶体糖醇产品。今年 6 月，舟山华康举行百日攻坚誓师大会，敲响“大干一百天”的战鼓，当前项目已经到设备安装调试的关键阶段，公司将稳扎稳打直面项目建设过程中的难点痛点，在攻坚战中迎难而上，确保项目建设按时完成。在此之后为期 3 年的第二阶段建设即将拉开序幕，膳食纤维、变性淀粉等新的产品线会陆续投入建设。
- 盈利预测与投资建议。** 华康股份作为功能糖醇龙头，持续丰富优化产品结构，内延外伸布局新赛道，高毛利单品产能持续落地，成长性优异。尽管短期受周期波动影响，但中长期公司晶体糖醇业务的回报率依然可观，叠加舟山项目一期产能落地业绩迅速释放，看好后续公司糖醇业务持续发展。预计 2024-2026

### 西南证券研究发展中心

分析师：朱会振  
执业证号：S1250513110001  
电话：023-63786049  
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪  
执业证号：S1250524070007  
电话：023-63786049  
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.05
流通 A 股(亿股)	2.97
52 周内股价区间(元)	12.14-26.01
总市值(亿元)	37.03
总资产(亿元)	59.72
每股净资产(元)	9.46

### 相关研究

- 华康股份(605077):糖醇销量稳健增长,舟山产能释放在即(2024-04-30)
- 华康股份(605077):功能糖醇龙头,蓄力厚积薄发(2023-10-30)

年公司归母净利润分别为 3.0 亿元、3.8 亿元、4.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.98 元、1.26 元、1.45 元。给予公司 2024 年 15 倍估值，对应目标价 14.7 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 市场需求低迷风险；原材料供应及价格波动风险；汇率波动风险；产能不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	27.83	28.16	31.25	33.25
增长率	26.48%	1.21%	10.97%	6.39%
归属母公司净利润 (亿元)	3.71	2.98	3.83	4.41
增长率	16.34%	-19.83%	28.62%	15.10%
每股收益 EPS (元)	1.22	0.98	1.26	1.45
净资产收益率 ROE	12.01%	9.68%	11.41%	12.04%
PE	10	12	10	8
PB	1.19	1.20	1.10	1.01

数据来源：Wind, 西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：考虑到下游客户端需求持续增长，公司新产能释放节奏加速，公司晶体糖醇产品销量有望稳定增长，上半年因行情波动影响价格有所下降，后续价格有望迎来回升。预计 24-26 年晶体糖醇营收增速分别为 1%、10%、5%，毛利率分别为 28%、29%、30%。

假设 2：考虑到公司接订单代工生产，近年来供需稳定，预计 24-26 年液体糖、醇及其他产品营收增速分别为 2%、15%、10%，毛利率分别为 8%、9%、10%。

假设 3：预计 24-26 年其他主营业务营收增速分别为 0.5%、1%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
收入	27.8	28.2	31.3	33.2
yoy	26.5%	1.2%	11.0%	6.4%
成本	21.1	21.6	23.8	25.1
毛利率	24.2%	23.3%	23.9%	24.5%
<b>晶体糖醇产品</b>				
收入	19.1	19.3	21.3	22.3
yoy	14.7%	1.0%	10.0%	5.0%
成本	13.6	13.9	15.1	15.6
毛利率	28.9%	28.0%	29.0%	30.0%
<b>液体糖、醇及其他产品</b>				
收入	6.8	6.9	8.0	8.8
yoy	33.0%	2.0%	15.0%	10.0%
成本	6.2	6.4	7.3	7.9
毛利率	8.8%	8.0%	9.0%	10.0%
<b>其他主营业务</b>				
收入	1.4	1.4	1.4	1.4
yoy		0.5%	1.0%	1.0%
成本	1.0	1.0	1.0	1.1
毛利率	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>其他业务</b>				
收入	0.5	0.5	0.6	0.7
yoy	162.7%	0.5%	20.0%	20.0%
成本	0.3	0.3	0.4	0.5
毛利率	50.0%	50.0%	40.0%	30.0%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以百龙创园、晨光生物作为可比公司。华康股份作为国际领先的功能性糖醇企业，持续完善全产业链布局，丰富并优化产品结构，内延外伸布局新赛道，随着高毛利单品产能持续落地，成长性优异。参考可比公司估值，给予公司 2024 年 15 倍估值，对应目标价 14.7 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605016.SH	百龙创园	14.76	1.9	2.9	3.9	5.1	37	16	12	9
300138.SZ	晨光生物	7.20	4.8	3.9	5.8	7.3	15	10	7	5
平均值							26	13	10	7
605077.SH	华康股份	12.14	3.7	3.0	3.8	4.4	10	12	10	8

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27.83	28.16	31.25	33.25	净利润	3.72	2.98	3.83	4.41
营业成本	21.10	21.59	23.77	25.10	折旧与摊销	1.79	1.93	2.13	2.40
营业税金及附加	0.24	0.23	0.25	0.27	财务费用	0.10	1.55	1.43	1.46
销售费用	0.45	0.51	0.53	0.53	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.83	0.99	1.03	1.00	经营营运资本变动	-0.48	0.07	-1.20	-0.38
财务费用	0.10	1.55	1.43	1.46	其他	1.07	0.01	-0.04	-0.04
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6.19</b>	<b>6.53</b>	<b>6.15</b>	<b>7.84</b>
投资收益	0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.66	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.10	0.03	0.05	0.05	其他	-2.92	-0.10	-0.10	-0.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-12.59</b>	<b>-4.10</b>	<b>-4.10</b>	<b>-4.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>4.27</b>	<b>3.33</b>	<b>4.30</b>	<b>4.95</b>	短期借款	-0.13	-2.47	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	长期借款	4.25	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4.22</b>	<b>3.28</b>	<b>4.24</b>	<b>4.90</b>	股权融资	0.80	0.00	0.00	0.00
所得税	0.50	0.31	0.41	0.49	支付股利	-1.37	-1.30	-1.04	-1.34
净利润	3.72	2.98	3.83	4.41	其他	13.87	-5.25	-1.41	-1.43
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>17.42</b>	<b>-9.02</b>	<b>-2.45</b>	<b>-2.77</b>
归属母公司股东净利润	3.71	2.98	3.83	4.41	<b>现金流量净额</b>	<b>11.04</b>	<b>-6.58</b>	<b>-0.40</b>	<b>0.97</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21.28	14.70	14.31	15.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4.01	4.40	4.84	5.11	销售收入增长率	26.48%	1.21%	10.97%	6.39%
存货	2.82	3.21	3.48	3.64	营业利润增长率	22.29%	-21.94%	28.84%	15.16%
其他流动资产	6.04	4.24	5.13	5.36	净利润增长率	16.63%	-20.03%	28.62%	15.10%
长期股权投资	0.94	0.94	0.94	0.94	EBITDA 增长率	41.68%	10.68%	15.29%	12.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	18.43	20.62	22.60	24.31	毛利率	24.18%	23.33%	23.93%	24.51%
无形资产和开发支出	6.29	6.19	6.10	6.00	三费率	4.93%	10.81%	9.56%	8.98%
其他非流动资产	1.96	2.07	2.21	2.34	净利率	13.38%	10.57%	12.25%	13.26%
<b>资产总计</b>	<b>61.78</b>	<b>56.39</b>	<b>59.61</b>	<b>62.99</b>	ROE	12.01%	9.68%	11.41%	12.04%
短期借款	2.47	0.00	0.00	0.00	ROA	6.03%	5.28%	6.43%	7.00%
应付和预收款项	4.42	4.69	5.15	5.42	ROIC	10.79%	10.51%	11.39%	11.80%
长期借款	7.70	7.70	7.70	7.70	EBITDA/销售收入	22.12%	24.19%	25.13%	26.46%
其他负债	16.18	13.22	13.19	13.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>30.77</b>	<b>25.61</b>	<b>26.05</b>	<b>26.36</b>	总资产周转率	0.55	0.48	0.54	0.54
股本	2.35	3.05	3.05	3.05	固定资产周转率	1.99	1.80	1.89	1.85
资本公积	14.79	14.09	14.09	14.09	应收账款周转率	7.28	6.88	6.94	6.85
留存收益	12.57	14.25	17.04	20.10	存货周转率	7.51	7.15	7.09	7.04
归属母公司股东权益	30.89	30.66	33.45	36.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.56%	—	—	—
少数股东权益	0.12	0.12	0.12	0.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>31.01</b>	<b>30.78</b>	<b>33.56</b>	<b>36.63</b>	资产负债率	49.80%	45.42%	43.69%	41.85%
负债和股东权益合计	61.78	56.39	59.61	62.99	带息债务/总负债	68.76%	72.95%	71.74%	70.88%
					流动比率	3.34	5.27	5.09	5.11
					速动比率	3.07	4.63	4.45	4.48
					股利支付率	36.90%	43.66%	27.21%	30.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6.15	6.81	7.85	8.80	每股收益	1.22	0.98	1.26	1.45
PE	9.96	12.42	9.65	8.39	每股净资产	10.18	10.10	11.02	12.03
PB	1.19	1.20	1.10	1.01	每股经营现金	2.03	2.14	2.02	2.57
PS	1.33	1.31	1.18	1.11	每股股利	0.45	0.43	0.34	0.44
EV/EBITDA	4.61	5.73	5.00	4.34					
股息率	3.71%	3.52%	2.82%	3.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---