

华康股份（605077.SH）

2025 年上半年业绩承压，静待舟山产能持续爬坡

优于大市

核心观点

2025 年上半年归母净利润同比下滑 3.38%，主要为舟山华康项目一期一阶段部分产能转固，折旧增加所致。2025 年 8 月 21 日晚，公司发布 2025 年中报，2025 年上半年，公司实现营业收入 18.66 亿元，较去年同比增长 37.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元，较去年同比下降 3.38%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元，同比下降 6.56%。归属于上市公司股东的净资产为 32.30 亿元，同比下降 0.41%；总资产 75.65 亿元，同比增长 8.19%。2025 年二季度，公司实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 44.95%，环比增长 28.47%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 9.79%，环比下滑 35.01%。2025 年上半年利润下滑原因主要为：随着舟山华康一期“100 万吨玉米精深加工”项目部分产能转固，短期内公司折旧增加较大，对公司归母净利润造成一定影响。

舟山新产能有序投产，将有力推动公司业绩上行。公司舟山“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，一期项目建设期为 5 年，分两个阶段，第一阶段建设期 2 年，以液体糖浆类及部分晶体糖醇产品为主，第二阶段建设期 3 年，膳食纤维、变性淀粉等新的产品线会陆续投入建设。截至目前，一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”的第一阶段基本建设完成，第二阶段规划的各个产品线也将择机投入建设。预计随着公司新增产能的逐步投产，将有效带动公司业绩上行。

拟现金加股权方式收购豫鑫糖醇，巩固木糖醇行业龙头地位。2025 年 3 月 26 日，公司通过《关于<浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）>及其摘要的议案》等相关议案，华康股份拟采取发行股份及支付现金相结合的方式支付，购买豫鑫糖醇 100%股权。本次交易价格为 10.98 亿元，以股份和现金支付交易对价分别为 7.32 亿元和 3.66 亿元。本次交易尚需上交所审核通过以及中国证监会管理委员会同意注册后方可实施。收购完成后，将进一步巩固上市公司在木糖醇市场上的优势地位，国内产能占比将达到 50%以上。此外，双方在采购、生产、销售、研发、内控管理等多方面均可充分发挥协同作用，提升市场综合竞争力。

风险提示：产品价格波动的风险、原材料价格波动的风险、舟山新增产能投产进度低于预期的风险、舟山项目新增产能的市场消化风险、市场竞争加剧的风险。

投资建议：华康股份作为国内功能糖醇的领先企业，通过舟山新产能来纵向布局丰富产品结构、完善产业链发展；此外将以收并购方式整合木糖及木糖醇产能，持续巩固公司行业龙头地位，预计未来 5 年将处于持续成长期。受舟山一期一阶段折旧金额较多影响，以及考虑到 2026 年豫鑫糖醇或会实现并表，我们谨慎调整公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司未来三年营业收入分别为 41.61/54.82/63.04 亿元（前值为 36.72/43.56/50.09 亿元）；归母净利润分别为 3.23/5.03/6.36 亿元（前值为 4.00/5.04/5.92 亿元）；EPS 分别为 1.07/1.66/2.10 元，当前股价对应 PE 为 17.0/11.0/8.7X，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

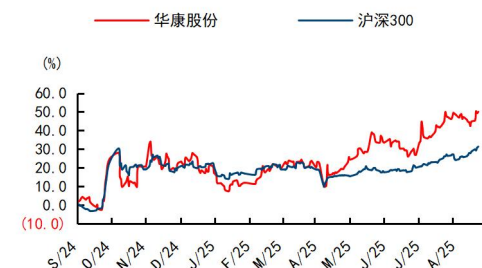
证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：张歆钰
021-60375408
zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.20 元
总市值/流通市值	5516/5450 百万元
52 周最高价/最低价	18.63/11.85 元
近 3 个月日均成交额	72.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华康股份（605077.SH）-2024 年业绩同比下滑，舟山产能有序释放》——2025-02-28
- 《华康股份（605077.SH）-功能糖醇行业领先企业，舟山新项目开启第二成长曲线》——2025-02-10

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	------	-------	-------	-------

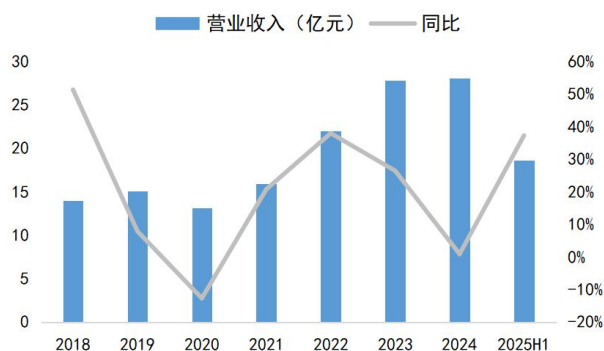
营业收入(百万元)	2,783	2,808	4,161	5,482	6,304
(+/-%)	26.5%	0.9%	48.1%	31.8%	15.0%
归母净利润(百万元)	371	268	323	503	636
(+/-%)	16.3%	-27.7%	20.4%	55.5%	26.5%
每股收益(元)	1.58	0.88	1.07	1.66	2.10
EBIT Margin	14.3%	9.7%	8.0%	10.3%	11.2%
净资产收益率(ROE)	12.0%	8.3%	9.4%	13.6%	15.7%
市盈率(PE)	10.3	18.6	15.3	9.8	7.8
EV/EBITDA	12.2	18.4	14.7	10.7	9.4
市净率(PB)	1.24	1.54	1.44	1.34	1.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

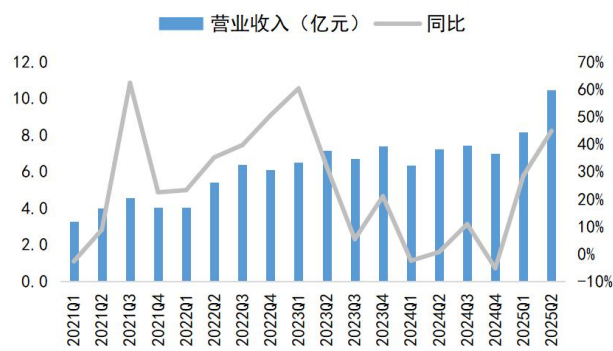
2025 年上半年归母净利润同比下滑 3.38%，主要为舟山华康项目一期一阶段部分产能转固，折旧增加所致。2025 年 8 月 21 日晚，公司发布 2025 年中报，2025 年上半年，公司实现营业收入 18.66 亿元，较去年同比增长 37.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元，较去年同比下降 3.38%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元，同比下降 6.56%。归属于上市公司股东的净资产为 32.30 亿元，同比下降 0.41%；总资产 75.65 亿元，同比增长 8.19%。2025 年二季度，公司实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 44.95%，环比增长 28.47%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 9.79%，环比下滑 35.01%。2025 年上半年利润下滑原因主要为：随着舟山华康一期“100 万吨玉米精深加工”项目部分产能转固，短期内公司折旧增加较大，对公司归母净利润造成一定影响。

图1：华康股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



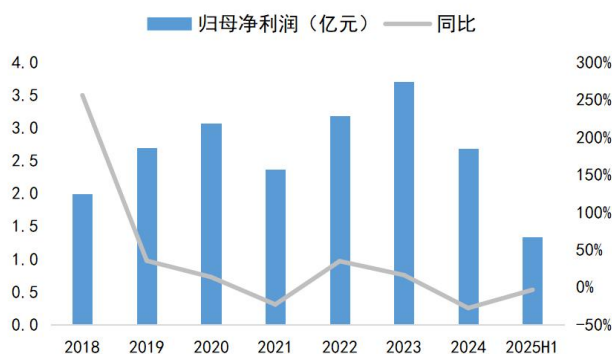
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华康股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



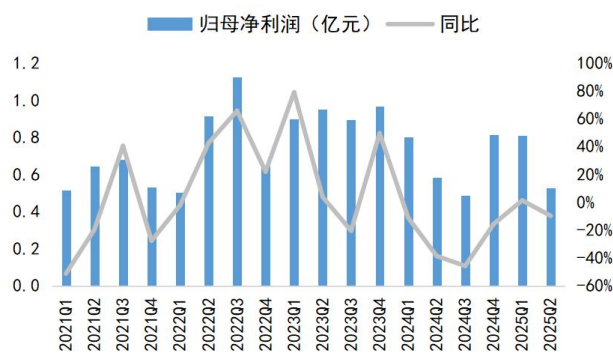
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华康股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

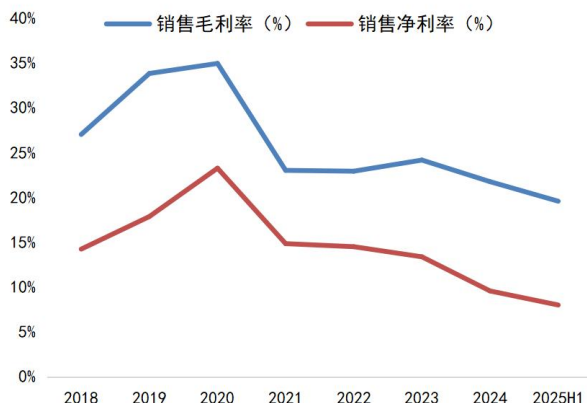
图4：华康股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

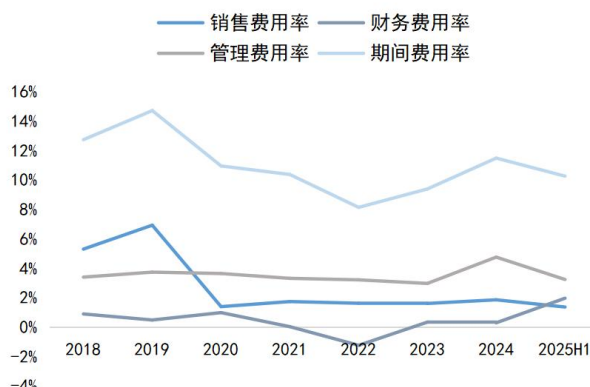
拆分来看, 2025 年上半年公司实现晶体糖醇产品收入 10.14 亿元, 同比增长 8.42%, 实现毛利润 2.84 亿元, 同比增长 8.40%, 实现毛利率 28.00%, 同比持平; 液体糖、醇及其他产品实现主营业务收入 6.05 亿元, 同比增长 82.14%, 实现毛利润-0.04 亿元, 受折旧影响毛利率转为-0.59%, 同比下滑 6.24pct。

图5: 华康股份销售毛利率与净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 华康股份各项费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品价格方面, 根据 wind 数据, 2022 年 3 月起, 我国木糖醇出口均价呈现震荡下行, 截止至 2025 年 7 月我国木糖醇出口均价为 2.60 美元/千克, 约为 1.86 万元/吨。木糖醇的价格震荡下行与原料木糖价格下行高度相关, 根据 wind, 2025 年 7 月我国木糖月度出口均价为 2.05 美元/千克, 约为 1.46 万元/吨。整体来看, 木糖醇价格虽随原料价格波动而有所下滑, 但利润情况相对稳定。山梨糖醇方面, 产品价格走势与原料玉米淀粉价格有一定相关度, 2023 年 5 月起, 随着玉米淀粉逐渐提升, 山梨糖醇价格同比提升, 截止至 2025 年 7 月, 我国山梨糖醇出口均价为 0.76 美元/千克, 约为 5433 元/吨。

图7: 木糖醇及木糖出口价格走势 (美元/千克)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图8: 山梨糖醇出口价格走势 (美元/千克)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

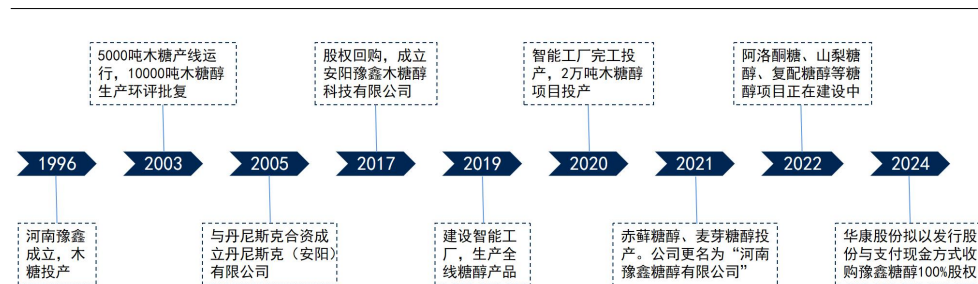
拟现金加股权收购豫鑫糖醇, 巩固木糖醇行业领先地位。2025 年 3 月 26 日, 公司通过《关于<浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(草案)>及其摘要的议案》等相关议案, 华康股份拟采取发行股份及支付现金相结合的方式支付, 购买豫鑫糖醇 100% 股权。本次交易价格为 10.98 亿元, 以股份和现金支付交易对价分别为 7.32 亿元和 3.66 亿元。本次交易尚需上交所审核通过以及中国证监会管理委员会同意注册后方可实施。收购完成后, 将进一

步巩固上市公司在木糖醇市场上的优势地位，国内产能占比将达到 50%以上。此外，双方在采购、生产、销售、研发、内控管理等多方面均可充分发挥协同作用，提升市场综合竞争力。

华康股份现有木糖醇产能 5 万吨/年，根据中国生物发酵产业协会的统计，2021 年，上市公司晶体木糖醇产品在全球市场占有率为 25.5%，排名第二（仅次于 Danisco），国内市场占有率为 58.5%，排名第一。

根据豫鑫糖醇公司官网及近年来环评公告，公司成立于 1996 年，总部及工厂位于河南省安阳市汤阴县，是一家专注于打造健康、天然的糖醇产品的综合型生产服务企业。公司拥有占地 13 万平方米的现代化厂区，具备现代化的产线设计、优秀的工艺与技术方案、先进的生产管理水平。早在 2003 年，公司即拥有 5000 吨木糖生产线，后公司为增强企业竞争力，于 2003 年拟投建 10000 吨木糖醇生产线，并获得安阳市环保局审批验收；2005 年，公司引入外资，合并成立 Danisco（安阳）有限公司，后于 2017 年回购股权，成立安阳豫鑫木糖醇；2019 年，公司开始建设智能工厂，致力于丰富糖醇品类；2020 年公司智能工厂完工，20000 吨木糖醇项目投产；2021 年，公司 20000 吨赤藓糖醇项目投产、麦芽糖醇一期项目投产；2023 年，公司继续开拓甜味剂品类，阿洛酮糖、二期麦芽糖醇、山梨糖醇、复配糖醇等糖醇项目建设中。

图9：豫鑫糖醇发展历程



资料来源：公司官网、环评公告、国信证券经济研究所整理

表1：木糖醇产能梳理

生产企业	产能（吨）
华康股份	50000
豫鑫糖醇（原 Danisco）	30000
山东福田	25000
山东绿健	16000
圣泉集团	15000
龙力生物	10000
合计	146000

资料来源：各公司官网、华康股份、圣泉集团年报、国信证券经济研究所整理

在此背景下，我们认为，公司通过收购豫鑫糖醇有利于进一步巩固上市公司在木糖醇市场上的优势地位，全国产能占比将达到 50%以上。此外，双方在采购、生产、销售、研发、内控管理等多方面均可充分发挥协同作用：采购方面，双方可通过协调合作，提升采购效率，增强原材料供应的稳定性与经济性；在生产与质量管理方面，双方可互相借鉴生产过程中的技术积累、工艺经验与质量管理体系，共同提升木糖、木糖醇、麦芽糖醇等共同产品的生产效率、产品收率、品控能力与成本控制能力；在产品线扩展方面，豫鑫糖醇的阿拉伯糖产品已具有一定的产销规模和市场优势，可进一步丰富上市公司的产品结构；此外，双方能够在阿洛

酮糖、聚葡萄糖、甘露醇、异麦芽酮糖醇等产品领域互相借鉴技术与工艺方面的知识 & 经验，从而有利于更加高效地完成公司产品线的不断扩充；在销售渠道方面，双方亦有望通过协同整合，提高市场营销工作效率，扩充客户资源，提升产品供应和客户服务能力， 增强市场综合竞争力。

投资建议：华康股份作为国内功能糖醇的领先企业，通过舟山新产能来横纵向布局丰富产品结构、完善产业链发展；此外将以收并购方式整合木糖及木糖醇产能，持续巩固公司行业龙头地位，预计未来 5 年将处于持续成长期。受舟山一期一阶段折旧金额较多影响，以及考虑到 2026 年豫鑫糖醇或会实现并表，我们谨慎调整公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司未来三年营业收入分别为 41.61/54.82/63.04 亿元（前值为 36.72/43.56/50.09 亿元）；归母净利润分别为 3.23/5.03/6.36 亿元（前值为 4.00/5.04/5.92 亿元）；EPS 分别为 1.07/1.66/2.10 元，当前股价对应 PE 为 17.1/11.0/8.7X，维持“优于大市”评级。

表2: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	EPS			PE		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
002597.SZ	金禾实业	优于大市	24.05	0.98	2.00	2.57	23.37	12.01	9.37
605016.SH	百龙创园	优于大市	21.28	0.76	1.07	1.33	22.23	19.89	16.00
301206.SZ	三元生物	-	30.59	0.52	-	-	50.53	-	-
平均值				0.77	1.03	1.53	32.04	15.95	12.69
605077.SH	华康股份	优于大市	18.20	0.88	1.07	1.66	16.77	17.01	10.96

资料来源：WIND，金禾实业来自 wind 一致预期，百龙创园、华康股份盈利预测为国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2128	434	560	600	700	营业收入	2783	2808	4161	5482	6304
应收款项	388	698	770	1047	1312	营业成本	2110	2197	3366	4329	4930
存货净额	282	697	741	955	1090	营业税金及附加	24	23	21	27	32
其他流动资产	616	746	959	1311	1545	销售费用	45	52	64	85	96
流动资产合计	3415	2575	3031	3913	4648	管理费用	83	134	191	232	264
固定资产	1843	3583	3817	3962	4079	研发费用	124	128	183	241	277
无形资产及其他	283	306	295	283	272	财务费用	10	8	22	26	27
投资性房地产	542	434	434	434	434	投资收益	7	22	25	8	7
长期股权投资	94	93	88	82	77	资产减值及公允价值变动	9	(4)	12	(5)	3
资产总计	6178	6992	7664	8676	9510	其他收入	(101)	(122)	(183)	(241)	(277)
短期借款及交易性金融负债	427	378	875	1154	1193	营业利润	427	289	349	544	687
应付款项	352	1046	940	1332	1755	营业外净收支	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	242	249	403	518	592	利润总额	422	287	346	541	684
流动负债合计	1022	1673	2218	3004	3539	所得税费用	50	18	22	38	48
长期借款及应付债券	1868	1859	1859	1859	1859	少数股东损益	1	0	0	1	1
其他长期负债	186	204	153	102	51	归属于母公司净利润	371	268	323	503	636
长期负债合计	2055	2064	2013	1962	1911	现金流量表（百万元）					
负债合计	3077	3737	4231	4966	5450	净利润	371	268	323	503	636
少数股东权益	12	12	12	12	13	资产减值准备	(3)	(5)	0	0	0
股东权益	3089	3243	3421	3698	4047	折旧摊销	170	201	290	362	399
负债和股东权益总计	6178	6992	7664	8676	9510	公允价值变动损失	(9)	4	(12)	5	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	10	8	22	26	27
每股收益	1.58	0.88	1.07	1.66	2.10	营运资本变动	(487)	(33)	(332)	(387)	(189)
每股红利	0.74	0.64	0.48	0.75	0.94	其它	3	5	(0)	0	0
每股净资产	13.17	10.60	11.29	12.20	13.35	经营活动现金流	46	441	269	483	843
ROIC	8.22%	4.80%	5%	8%	9%	资本开支	0	(1923)	(501)	(501)	(501)
ROE	12.02%	8.28%	9%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	24%	22%	19%	21%	22%	投资活动现金流	28	(1922)	(495)	(495)	(495)
EBIT Margin	14%	10%	8%	10%	11%	权益性融资	1	8	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	15%	17%	18%	负债净变化	425	(74)	0	0	0
收入增长	26%	1%	48%	32%	15%	支付股利、利息	(173)	(197)	(145)	(226)	(286)
净利润增长率	16%	-28%	20%	55%	26%	其它融资现金流	509	319	497	279	39
资产负债率	50%	54%	55%	57%	57%	融资活动现金流	1013	(214)	352	53	(248)
股息率	3.5%	3.9%	2.9%	4.5%	5.7%	现金净变动	1088	(1694)	126	40	100
P/E	10.3	18.6	15.3	9.8	7.8	货币资金的期初余额	1040	2128	434	560	600
P/B	1.2	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	2128	434	560	600	700
EV/EBITDA	12.2	18.4	14.7	10.7	9.4	企业自由现金流	0	(1498)	(230)	1	364
						权益自由现金流	0	(1253)	246	256	377

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032