

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华康股份(605077)

投资评级

上次评级

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号
金融大厦B座

邮编: 100031

利润短期承压，关注反转催化

2025年8月27日

事件：公司公布 2025 年半年报。25H1，公司实现营业收入 18.66 亿元，同比+37.32%，归母净利润 1.34 亿元，同比-3.38%；扣非归母净利润 1.22 亿元，同比-6.56%。其中，25Q2 公司实现营业收入 10.49 亿元，同比+44.95%，归母净利润 5267 万元，同比-9.79%；扣非归母净利润 4826 万元，同比-15.24%。

点评：

- **舟山产线逐步投产，Q2 收入高增。**根据公司半年报，华康舟山一期项目“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并逐步投产，使得上半年收入同比+37.32%。具体到 Q2，公司晶体糖醇产品和液体糖、醇及其他产品分别实现营收 5.09 亿元和 4.12 亿元，同比分别+7.24%和+103.63%，我们推测液体糖醇营收高增系舟山产品近期主要以液体糖浆类为主所致。
- **产品结构影响毛利率，利润短期承压。**公司 Q2 实现毛利率 16.56%，同比-3.00pct，主要系舟山华康液体产品业务增加，使得产品结构有所变化。费用端看，公司 Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-0.66pct、-1.83pct、-0.49pct、+2.45pct，财务费用率的提升主要系可转债利息费用化所致。因此，公司 Q2 归母净利润率为 5.02%，同比-3.04pct，利润短期承压。
- **舟山产线和并购项目进展顺利。**经营方面，公司“200 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”中的一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”第一阶段已于今年上半年基本建设完成并陆续投产，第二阶段的膳食纤维、变性淀粉等新产品线也将陆续投入建设。同时，公司拟以股份结合现金方式购买豫鑫糖醇 100%股权，7 月 4 日已回复上交所审核问询函。
- **盈利预测：利润短期承压，关注木糖醇价格及舟山项目爬坡情况。**公司 Q2 利润受舟山项目转固及可转债利息费用化影响承压。接下来，一方面木糖醇价格当前仍处历史底部位置，若价格发生反转，公司利润叠加豫鑫利润有望大幅好转；另一方面，舟山项目目前仍处产能爬坡阶段，若产能利用率大幅提升，公司利润也有望同比提升。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.84/1.23/1.73 元，分别对应 2025-2027 年 23X、16X 和 11X PE。
- **风险因素：客户订单不及预期，产品降价超预期，资产收购不及预期**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,783	2,808	4,216	5,442	6,669
增长率 YoY %	26.5%	0.9%	50.1%	29.1%	22.5%
归母净利润(百万元)	371	268	321	467	659
增长率 YoY%	16.3%	-27.7%	19.7%	45.4%	41.0%
毛利率%	24.2%	21.8%	17.3%	18.3%	19.3%
净资产收益率ROE%	12.0%	8.3%	9.0%	11.6%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.25	0.90	0.84	1.23	1.73
市盈率 P/E(倍)	17.31	16.36	23.41	16.10	11.42
市净率 P/B(倍)	1.64	1.39	2.11	1.87	1.60

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,415	2,575	2,608	3,326	4,361
货币资金	2,128	434	317	424	1,143
应收票据	17	15	23	30	37
应收账款	371	682	688	1,039	1,091
预付账款	12	35	52	67	70
存货	282	697	905	1,142	1,398
其他	604	711	623	625	622
非流动资产	2,763	4,417	4,221	3,968	3,695
长期股权投资	94	93	93	93	93
固定资产(合计)	1,553	2,254	2,401	2,430	2,347
无形资产	283	306	306	306	306
其他	833	1,764	1,421	1,139	949
资产总计	6,178	6,992	6,829	7,295	8,055
流动负债	1,022	1,673	1,189	1,187	1,288
短期借款	247	150	155	160	170
应付票据	41	245	191	195	236
应付账款	312	802	325	365	369
其他	422	477	518	466	514
非流动负债	2,055	2,064	2,064	2,064	2,064
长期借款	770	697	697	697	697
其他	1,285	1,367	1,367	1,367	1,367
负债合计	3,077	3,737	3,253	3,250	3,352
少数股东权益	12	12	12	12	12
归属母公司股东	3,089	3,243	3,565	4,032	4,692
负债和股东权益	6,178	6,992	6,829	7,295	8,055

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,783	2,808	4,216	5,442	6,669
同比(%)	26.5%	0.9%	50.1%	29.1%	22.5%
归母净利润	371	268	321	467	659
同比(%)	16.3%	-27.7%	19.7%	45.4%	41.0%
毛利率(%)	24.2%	21.8%	17.3%	18.3%	19.3%
ROE(%)	12.0%	8.3%	9.0%	11.6%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.25	0.90	0.84	1.23	1.73
P/E	17.31	16.36	23.41	16.10	11.42
P/B	1.64	1.39	2.11	1.87	1.60
EV/EBITDA	8.72	12.77	15.58	12.02	8.96

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,783	2,808	4,216	5,442	6,669
营业成本	2,110	2,197	3,488	4,446	5,382
营业税金及附加	24	23	35	45	55
销售费用	45	52	76	98	120
管理费用	83	134	126	163	200
研发费用	124	128	190	245	300
财务费用	10	8	8	14	-7
减值损失合计	-1	-1	-3	-3	-3
投资净收益	7	22	21	27	33
其他	33	3	37	49	62
营业利润	427	289	348	505	710
营业外收支	-5	-3	-3	-3	-3
利润总额	422	287	345	502	707
所得税	50	18	23	34	48
净利润	372	269	321	467	659
少数股东损益	1	0	0	0	0
归母净利润	371	268	321	467	659
EBITDA	601	494	607	778	965
EPS(当年)(元)	1.25	0.90	0.84	1.23	1.73

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	619	146	-2	189	791
净利润	372	269	321	467	659
折旧摊销	182	214	306	333	353
财务费用	30	18	27	32	32
投资损失	-2	-12	-22	-21	-27
营运资金变动	-81	-13	-3	-57	1
其它	19	10	-14	-12	1
投资活动现金流	-287	-226	-209	-58	-51
资本支出	-297	-211	-209	-60	-54
长期投资	-30	-16	0	0	0
其他	40	1	0	2	3
筹资活动现金流	-34	-38	-37	-31	-31
吸收投资	23	0	0	0	0
借款	-19	8	-6	0	0
支付利息或股息	-37	-34	-31	-31	-31
现金净增加额	-251	-90	-67	63	169

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深入研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深入研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。