

浙江华康药业股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【337】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。

浙江华康药业股份有限公司相关债券2026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）继续保持功能性糖醇领域龙头企业地位，客户优质且合作稳定，晶体类糖醇成本控制能力较好，在 2025 年舟山募投项目投产后规模效应凸显，产能利用率维持较高水平，主营业务现金生成能力强。同时我们也关注到舟山募投项目投产后公司产品结构发生变动，且公司采用价格策略消化释放部分液体产品产能，导致产品均价下行，叠加募投项目投产转固后大额折旧使得毛利水平整体承压；同时产能释放导致营运资金需求增加促使公司财务杠杆水平迅速提升，财务费用同步增长，而价格策略促使存货跌价准备增加，综合导致 2025 年增收不增利；此外公司面临一定的原材料价格波动风险。

评级日期

2026 年 06 月 26 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	80.82	80.40	69.92	61.78
归母所有者权益	32.64	32.40	32.43	30.89
总债务	38.04	36.61	24.98	23.52
营业收入	11.87	41.89	28.08	27.83
净利润	0.23	2.03	2.69	3.72
经营活动现金流净额	-0.31	4.24	1.46	6.19
净债务/EBITDA	--	3.06	3.17	-0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	5.30	5.13	15.15
总债务/总资本	53.67%	52.93%	43.42%	43.13%
FFO/净债务	--	21.02%	21.55%	269.80%
EBITDA 利润率	--	14.37%	17.37%	20.81%
总资产回报率	--	4.35%	4.86%	9.12%
速动比率	1.02	1.09	1.12	3.07
现金短期债务比	0.65	1.21	1.61	5.40
销售毛利率	11.39%	15.03%	21.77%	24.18%
资产负债率	59.37%	59.52%	53.44%	49.80%

注：2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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

- **公司深耕功能性糖醇领域多年，客户优质且合作稳定，晶体糖醇产品成本控制力强。**公司深耕功能性糖醇领域多年，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。2025年晶体糖醇产品的盈利稳健，主要产品之一的木糖醇在价格低位时毛利率仍保持稳定。
- **2025年舟山募投项目投产后释放规模效应，产能利用率维持较高水平，主营业务现金生成能力强。**2025年公司本期债券募投项目一阶段正式投产，带动收入规模大幅提升，产能利用率仍维持较高水平。公司新增客户以国内为主，一方面减少了对大客户的依赖，同时国内客户账期较短，回款情况向好。2025年公司FFO规模保持增长，主营业务现金生成能力强。

关注

- **2025年舟山募投项目投产后产品结构发生改变，液体产品毛利率偏低，叠加折旧拉低了整体毛利水平。**2025年舟山募投项目一阶段投产，产品结构中液体糖醇占比大幅提升；因产能爬坡期生产成本较高，募投项目投产转固后折旧大幅提升，同时公司为了消化释放部分新的液体产品产能主动让利，液体产品毛利率偏低；综合影响下，2025年公司毛利率同比下滑、2026年一季度叠加原材料价格上涨因素毛利率下滑趋势尚未扭转。
- **财务费用、存货跌价损失侵蚀利润，公司增收不增利。**2025年公司产能爬坡带来运营资金需求增加，公司通过增加票据结算缓解资金压力，财务杠杆水平提升。公司可转债利息费用化后财务费用大幅增长至0.96亿元，未来随着可转债利率不断升高，财务费用将继续增长。此外，价格策略使得2025年公司计提一定规模的存货跌价准备，2025年公司利润规模下降明显，且2026年一季度继续下行。
- **原材料价格存在一定的波动风险。**2025年公司主要原材料变为玉米，玉米采购原材料价格随行就市，原材料成本管控能力偏弱，2026年主要玉米价格中枢抬升，需关注原材料价格变动对公司成本管控带来的压力。

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的长期需求仍向好，公司作为行业内头部企业具备规模效应且客户结构佳，具备成本及定价优势，伴随产能调试完毕，未来边际成本有望改善。

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	32.40	19.61	42.39	22.34	33.89
营业收入	41.89	13.79	6.50	27.51	65.59
销售毛利率	15.03	41.76	16.12	13.26	13.10
资产负债率	59.52	19.50	4.07	19.70	63.82
速动比率	1.09	2.33	16.86	1.22	0.55
货币资金/短期债务	0.76	3.00	35.13	2.18	0.29
净利润	2.03	3.69	0.91	1.51	3.75

注：以上各指标为2025年末/2025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_2025V1.0

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：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	2026-5-28	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2026年5月末，华康转债募集资金已使用完毕，募集资金专项账户已注销¹。

二、 发行主体概况

2025年度公司对尚未解锁的限制性股票进行回购注销、使得总股本有所减少，截至2025年末公司总股本为3.03亿元。“华康转债”自2024年7月1日起进入转股期，当前转股价格15.96元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价11.56元/股。

2025年8月公司取消监事会并修订公司章程，原监事会部分职责转移至审计委员会执行；2026年公司董事有所变更，原董事余建明、杜勇锐不再担任公司董事职务，公司选举方苏州为职工董事。2026年公司控股股东及实际控制人发生变化，原控股股东及一致行动人之一余建明不再担任公司任何职务，因此退出控股股东及一致行动人序列。本次权益变更前后，公司控股股东及一致行动人持股情况如下表所示。

表1 权益变更前后公司控股股东和一致行动人情况（单位：万股、%）

本次权益变动前			本次权益变动后		
控股股东和一致行动人名称	持股数量	持股比例	控股股东和一致行动人名称	持股数量	持股比例
陈德水	4,720.81	15.58	陈德水	4,720.81	15.58
程新平	1,668.51	5.51	程新平	1,668.51	5.51
徐小荣	1,569.13	5.18	徐小荣	1,569.13	5.18
开化金悦	425.01	1.40	开化金悦	425.01	1.40
余建明	1,314.33	4.34	-	-	-
合计	9,697.79	32.01	合计	8,383.46	27.67

注：开化金悦为开化金悦投资管理有限公司的简称
资料来源：公开披露

跟踪期内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。2025年公司新设立一家子公司浙江华明生物科技有限责任公司，截至2025年末公司合并范围子公司共9家。子公司中舟山华康为重要子公司，也是本期债券募投项目的实施主体，截至2025年末其主要财务数据如下表所示。

表2 截至2025年末舟山华康主要财务数据（单位：亿元）

¹ 见2026年2月公司披露的《浙江华康药业股份有限公司关于注销向不特定对象发行可转换公司债券募集资金专项账户的公告》

重要子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
舟山华康	30.22	9.39	23.93	-0.07

资料来源：公司 2025 年年度报告

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

功能性糖醇行业整体保持稳定增长态势，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，竞争优势逐渐往行业头部企业聚集

随着社会整体消费观念的改变和生活水平的提高，人们的饮食消费逐渐由温饱型向营养型、保健型转变。在这种背景下，功能性糖醇作为低热量、不致龋齿、对人体健康有益的甜味剂，越来越受到人们的喜爱，广泛用于食品、饮料、日化等诸多领域，直接推动了功能性糖醇产业的持续发展。根据国外市场研究机构Global Industry Analysts在2023年1月发布的《Polyol Sweeteners-Global Strategic Business Report》数据预测，2030年预计将达到77亿美元，年复合增长率约为6.7%，保持持续稳定增长态势。

另一方面，随着功能性糖醇生产规模的不断扩大及对功能性糖醇功能研究的不断深入，功能性糖醇的应用领域也愈加广阔。例如，山梨糖醇过去主要是作为保湿剂及用于维生素C的生产，目前其已在糖果行业、药片赋形剂方面得到更加广泛的应用。木糖醇甜度与蔗糖相当，溶于水时可吸收大量热量，是

所有糖醇甜味剂中吸热值最大的一种，故食用时会在口中产生愉快的清凉感，同时木糖醇不致龋且有防龋齿的作用，代谢不受胰岛素调节，可在人体内代谢完全。麦芽糖醇有促进肠道对钙吸收的作用、增加骨量、提升骨强度的性能，因此也进一步被开发为相关保健食品。随着木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇等功能性糖醇的功能不断被人们认识，其应用范围将进一步持续扩展。

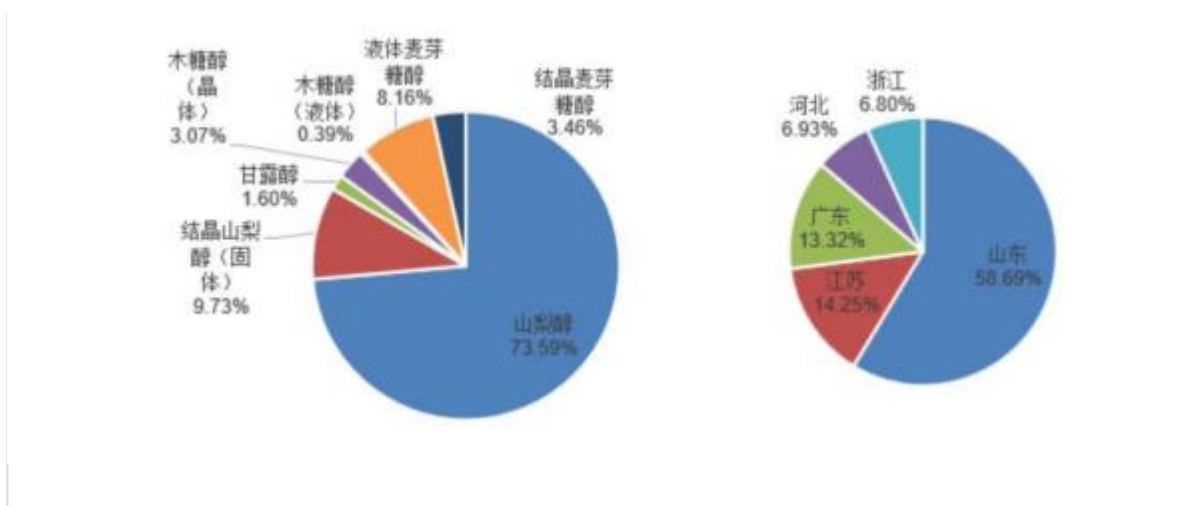
从需求端来看，功能性糖醇主要下游市场为食品、饮料、医药、日化等行业，需求较为稳定；从供给侧来看，由于功能性糖醇大多属于玉米深加工行业的下游延伸，在区位上主要分布于华东地区，目前行业主要上市公司中除华康股份外，其余公司均总部大多位于山东，而山东又是国内主要的粮食生产省份之一，因此该行业具有较强的区域特征及产业集群效应。目前我国功能性糖醇上市公司的市值普遍在100亿元以下，行业内公司规模相对较小。

表3 国内代糖主要生产厂商

主要生产厂商	主要产品
华康股份	木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇
保龄宝	赤藓糖醇、阿洛酮糖、结晶果糖
金禾实业	三氯蔗糖
三元生物	赤藓糖醇、阿洛酮糖
百龙创园	阿洛酮糖
莱茵生物	甜菊糖苷、罗汉果甜苷

资料来源：中证鹏元整理

图1 国内功能性糖醇主要产品产能及生产区域占比



资料来源：华康股份 2025 年年度报告，中证鹏元整理

2026年以来玉米价格有所抬升，需关注原材料价格上升给功能性糖醇行业带来的成本控制压力

功能性糖醇及淀粉糖上游原材料主要包括玉米、玉米淀粉、木糖。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。

2025年三季度以来，受进口玉米拍卖持续、新季春玉米陆续上市及小麦饲用替代压制，市场供应压力大增，价格拐头回落，10月末全国均价跌至2,200元/吨附近。11月后，基层售粮进度加快、余粮减少，叠加深加工企业补库刚需及政策托底预期，价格止跌反弹，年末回升至2,250~2,312元/吨区间，全年涨幅约10.5%。2026年1月以来，国内玉米价格呈现震荡上行态势，一季度全国二等玉米现货均价累计上涨4.03%至2,451元/吨。供需紧平衡是核心驱动：供应端虽国内总产量创历史新高，但华北黄淮产区受灾致粮质分化，优质粮源结构性短缺，叠加进口谷物同比显著减少，东北产区余粮见底后贸易商惜售挺价；需求端畜禽产能维持高位，一季度饲用玉米消费量同比增超11%，深加工企业刚性需求不减，共同支撑价格中枢上移。因此，需关注玉米价格上升给功能性糖醇行业带来的成本控制压力。

图2 2026年1月以来玉米现货价格波动上升（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，仍主要从事晶体类和液体类功能性糖醇的研发、生产和销售。其中晶体糖醇产品仍为公司主要利润来源。

2025年公司舟山募投项目第一阶段已投产²，主要产品为果葡糖浆、液体山梨糖醇、液体麦芽糖醇、玉米副加工产品以及部分晶体糖醇，新增产能以液体产品为主，因此产品结构中液体糖醇类产品收入规模及占比大幅提升，带动收入规模整体大幅增长。公司其他收入仍主要为子公司浙江华和热电有限公司

² 第一阶段建设期2年，主要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、阿洛酮糖、变性淀粉等新的产品线会陆续投入建设。

（以下简称“华和热电”）和舟山新易盛贸易有限公司（以下简称“舟山新易盛”）的蒸汽和电力销售收入。

毛利率方面，公司主要晶体糖醇产品的成本控制情况相对较好，仍为利润的主要贡献来源，但产品结构的变化使得2025年毛利率步入下行区间。目前舟山华康一阶段的主要产品为液体糖类产品，液体类产品一方面单价偏低，另一方面前期产能提升产生较大的生产成本，使得液体产品毛利水平低，其中，果葡糖浆及液体山梨糖醇2025年毛利率为负，对毛利水平形成一定拖累。此外玉米加工的副产品毛利率不高，拉低整体毛利水平。2026年1-3月公司销售毛利率进一步下滑至11.39%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
晶体糖醇产品	19.83	26.68%	47.34%	19.43	26.18%	69.18%
液体糖、醇及其他产品	20.63	1.43%	49.26%	7.55	9.58%	26.90%
其他	1.42	49.92%	3.39%	1.10	27.59%	3.92%
合计	41.89	15.03%	100.00%	28.08	21.77%	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

2025年公司主要客户保持稳定，新增的产品放量降低了客户集中度；晶体糖醇产品销售相对稳定，液体类产品销售大幅增长且主要销往国内，国内客户账期相对较短使得公司回款整体向好；需关注主要产品竞争激烈、公司为拓展市场主动让利，主要产品销售均价同比下降，挤压公司利润空间

公司主要客户仍保持稳定，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。2025年公司舟山华康产能的释放带动了公司产品在华东及福建等区域的销售，且玉米副产品主要销售给粮油、饲料等企业，丰富了客户种类，2024-2025年年公司前五大客户占比分别为37.36%和24.21%，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。

2025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，个别账期延长至180天，结算方式主要为电汇。由于2025年公司销售增量主要在境内，而境内客户账期相对较短，此外2025年公司不再从事玉米贸易业务，因此2025年公司应收账款周转天数有所下降。

公司销售的增长主要在境内且主要为液体类产品，2025年境内销售同比大幅增长85.20%；而境外客户产品多为晶体类产品、增长相对平缓，2025年营收增长5.82%。公司先前主要生产基地在开化，因此液体糖醇通常有一定的销售半径，范围在几百公里内，舟山华康投产后依托舟山的港口优势，公司有望拓宽客户的辐射范围。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，2025年公司仍产生一定汇兑损失，仍需关注公司使用美元等外币结算产生的汇率波动风险。同时地缘政治或影响公司北美市场的业务开展，未来还需持续关注地缘政治对公司业务影响。

表5 公司主营业务收入按销售区域分类情况（单位：亿元）

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
境内	28.03	67.40%	15.14	54.16%
境外	13.56	32.60%	12.81	45.84%
合计	41.59	100.00%	27.95	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告

表6 报告期内公司主要大类产品销量情况（单位：吨）

产品	2025	2024
晶体糖醇产品	192,165.35	172,197.93
液体糖、醇及其他产品	834,093.66	233,173.93

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告

从销量来看，公司晶体类产品中木糖醇受美国关税等因素的影响，2025年销量产生一定下滑，麦芽糖醇和山梨糖醇保持增长良好；液体类产品均实现爆发式增长。但公司主要产品的价格均出现不同程度的下滑，一方面公司主要产品如木糖醇的市场价格持续下行，另一方面公司释放的液体产品的产能在前期占领市场时会采用一定的价格策略，因此液体类产品的单价降幅整体偏高。

公司原材料之一木糖2024年实现自产后供应稳定；2025年舟山华康项目投产后主要原材料变为玉米，玉米作为大宗商品采购价格随行就市，2026年以来玉米价格有所上扬，对公司成本端带来一定压力

2025年公司主营业务成本整体保持增长，主要为舟山华康生产所需要的原材料玉米需求大幅提升。人工支出增加是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进一步的扩充，新增生产人员190人。制造费用及运保费随产量及销量的提升而随之提升。

表7 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元、%）

产品分类	项目	2025年		2024年	
		金额	占比	金额	占比
晶体糖醇产品	直接材料	8.86	60.92	9.40	68.63
	直接人工	0.68	4.71	0.55	3.99
	制造费用	3.04	20.89	2.06	15.06
	运保费及关税	1.96	13.48	1.69	12.32
	小计	14.54	100	13.70	100
液体糖、醇及其他产品	直接材料	16.15	79.4	5.99	82.41
	直接人工	0.16	0.8	0.13	1.76
	制造费用	2.51	12.32	0.77	10.53
	运保费及关税	1.52	7.48	0.39	5.3

小计 20.34 100 7.27 100

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

2025在舟山华康募投项目投产后，公司核心原材料变为玉米，淀粉的采购量随之下降，玉米为公司液体糖醇产品的主要原材料，其价格的波动对产品成本影响较大，并且玉米为市场定价的大宗商品，2026年价格整体波动上升，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，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”）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。

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，公司主要原材料玉米结算方式为货到港后支付90%货款，开具发票后支付10%尾款；木糖及淀粉的结算周期一般为15-30天左右。

2025年公司晶体类产品产能利用率和产销率均较高，生产销售情况良好；液体类产品的产能大幅提升，且为了配合客户需求，公司将产品提前发往客户所在地的仓库，使得2025年末库存大幅提升，需关注后续的库存消化情况

2025年末公司主要的生产基地仍主要为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。公司在舟山的生产基地位于舟山国际粮油产业园区，依托园区的玉米资源储备及港口优势，实现原材料供应稳定以及物流成本的有效控制。

公司晶体类产品主要依托成熟客户消化，因此产能利用率和产销率较高，暂无产品积压风险，且在2025年产能提升后仍保持较高水平，2025年公司晶体糖醇产品产能提升主要系舟山华康募投项目投产。液体类产品产能利用率在舟山的产能大幅提升后出现一定下滑，需关注后续产能利用及销售情况。2025年公司液体类产品的产能大幅提升，且为了快速响应客户需求，提前将液体类产品发往客户所在区域的港口仓库，使得当年末公司液体糖、醇及其他产品的库存量较去年年末大幅提升³，需关注后续的库存消化情况及可能产生的存货跌价风险。

截至2025年末公司主要在建项目如下表所示，舟山华康募投项目一阶段已投产，短期资本开支不大，需关注后续的产能释放及销售情况。

表8 截至 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

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
------	-------	---------	---------	-----	------

³ 2025 年末公司液体糖、醇及其他产品的库存量为 2.76 万吨，2024 年末的库存量为 876.02 吨。

	100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目	24.79	12.93	13.00	13.00	自筹、募集资金
其他项目	舟山华康技改项目	3.33	0.00	0.00	3.37	自筹
	年产 1 万吨精制功能糖醇及粉粒状车间扩建项目	1.53	0.00	0.00	1.47	自筹
	合计	29.65	12.93	13.00	17.85	-

资料来源：公开披露，中证鹏元整理

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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

2025 年公司资本投入放缓，固定资产仍为最主要资产，业务采用票据结算使得货币资金和短期借款规模同时大幅增加；2025 年公司液体产品价格下行叠加折旧导致毛利水平下降，财务费用及存货跌价增加，进而使得公司增收不增利；但公司主营业务的现金生成能力较好，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

随着业务开展及产能扩建需要，2025年公司负债规模随融资规模的增加而逐渐增长，2026年3月末产权比率上升至146.12%。2025年末公司产权比率已攀升至较高水平，净资产对负债的保障程度偏弱。

图3 公司资本结构

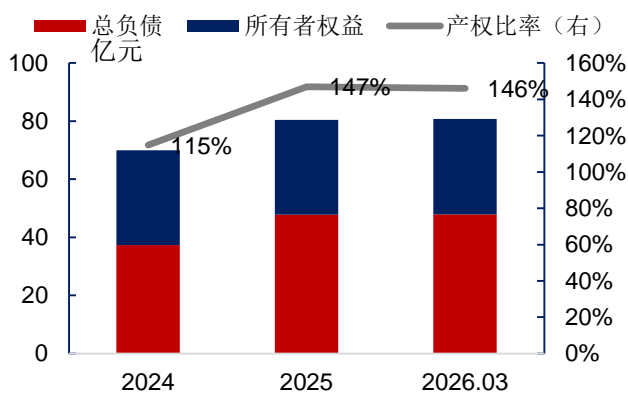
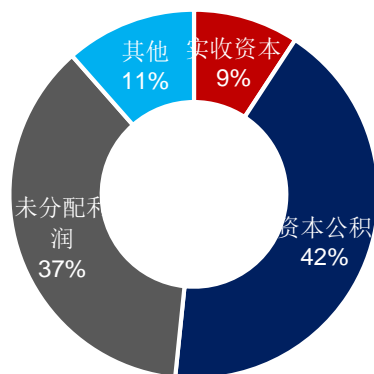


图4 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年公司液体类产品放量后，公司国内客户数量有所增加，其账期相对较短，2025年末应收账款规模同比略有下降。同时存货规模不断增加，结合公司产销率有所下滑且主要产品价格下行，需关注后续销售情况及可能产生的存货跌价风险。2025年末公司本期债券募投项目投产后使得固定资产规模大幅提升。2025年末公司货币资金规模大幅增加系业务采用票据结算、票据质押的保证金大幅增长所致，截

至2025年末公司现金类资产⁴合计19.31亿元，受限规模合计9.32亿元，货币资金整体仍较充足。商誉减值方面，2025年公司商誉无变化，仍为高密同利、华和热电和舟山新易盛。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.19	12.61%	11.59	14.41%	4.34	6.21%
交易性金融资产	1.05	1.30%	2.00	2.49%	0.00	0.00%
应收账款	6.38	7.89%	5.88	7.32%	6.82	9.76%
应收款项融资	1.22	1.51%	0.89	1.11%	0.71	1.02%
存货	9.17	11.34%	7.69	9.56%	6.97	9.97%
其他流动资产	6.02	7.45%	5.58	6.94%	6.13	8.77%
流动资产合计	34.78	43.04%	34.16	42.49%	25.75	36.83%
固定资产	34.98	43.29%	35.05	43.59%	22.54	32.23%
在建工程	2.77	3.43%	2.84	3.54%	13.30	19.02%
无形资产	2.96	3.66%	2.98	3.70%	3.06	4.37%
商誉	3.46	4.28%	3.46	4.31%	3.46	4.95%
非流动资产合计	46.04	56.96%	46.24	57.51%	44.17	63.17%
资产总计	80.82	100.00%	80.40	100.00%	69.92	100.00%

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

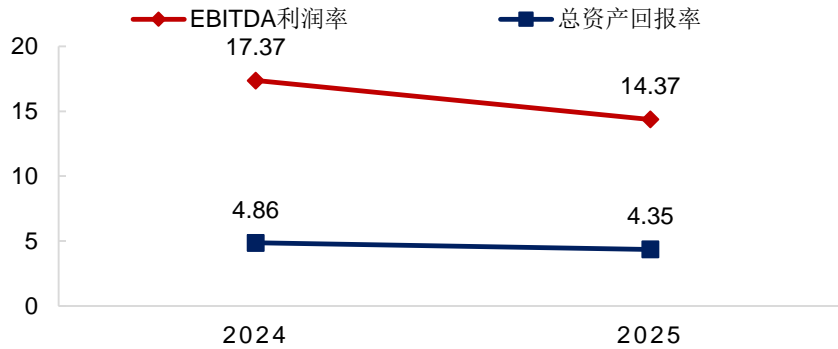
盈利能力

2025年舟山募投项目投产后，低毛利的液体类产品收入占比提高，且其毛利率同比下降，公司整体毛利水平下降，进而导致EBITDA利润率有所下滑。液体类糖醇产品竞争激烈、售价较低，公司低价让利、拓展市场，部分产品单价低于生产成本，使得存货跌价准备大幅提升，2025年公司资产减值损失为0.23亿元。同时，2025年本期债券利息支出费用化后，公司产生财务费用0.96亿元，同比大幅增长。综合影响下，公司增收不增利，净利润同比下降24.59%。此外公司舟山华康募投项目转固后折旧大幅提升，若产品结构未得到有效转变将持续影响公司利润水平。

2026年1-3月公司仍出现增收不增利的情况，2026年1-3月公司营业收入较去年同期增长45.35%，但实现归属于上市公司股东的净利润0.22亿元，同比下滑72.64%，需持续关注上述因素带来的长期影响。此外2026年公司核心原材料玉米价格有所上涨，预计对舟山项目液体类产品盈利产生一定压力。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）

⁴ 货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的银行承兑汇票+其他非流动资产中的可转让大额存单



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年舟山华康投产后，公司采用票据结算的规模较大，因此短期借款中票据贴现借款的规模大幅提升，应付票据的规模也有所增长。长期债务中应付债券即本期债券，2025年末因溢折价摊销规模有所增加；长期借款主要为信用及保证借款，2025年规模有所增加。公司债务仍主要以长期借款为主，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，2025年规模有所下降。

表10公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.00	12.51%	7.04	14.71%	1.50	4.02%
应付票据	5.21	10.85%	5.14	10.73%	2.45	6.55%
应付账款	5.85	12.20%	6.85	14.32%	8.02	21.45%
一年内到期的非流动负债	6.07	12.65%	3.10	6.48%	2.28	6.09%
流动负债合计	25.09	52.30%	24.34	50.86%	16.73	44.78%
长期借款	8.04	16.75%	8.80	18.40%	6.97	18.64%
应付债券	12.48	26.01%	12.30	25.70%	11.63	31.12%
非流动负债合计	22.89	47.70%	23.51	49.14%	20.64	55.22%
负债合计	47.98	100.00%	47.85	100.00%	37.37	100.00%
总债务	38.04	79.27%	36.61	76.50%	24.98	66.85%
其中：短期债务	17.44	45.85%	15.44	42.17%	6.36	25.44%
长期债务	20.60	54.15%	21.17	57.83%	18.63	74.56%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2025年公司经营活动现金流净额规模大幅提升，FFO规模也有所增长，现金生成能力有所增强。但近年来公司融资力度较高，使得杠杆水平不断提升，2025年末公司资产负债率偏高。短期来看公司偿债压力可控，若未来公司盈利持续承压、增加的债务无法有效转化成收益，偿债压力或将变化。

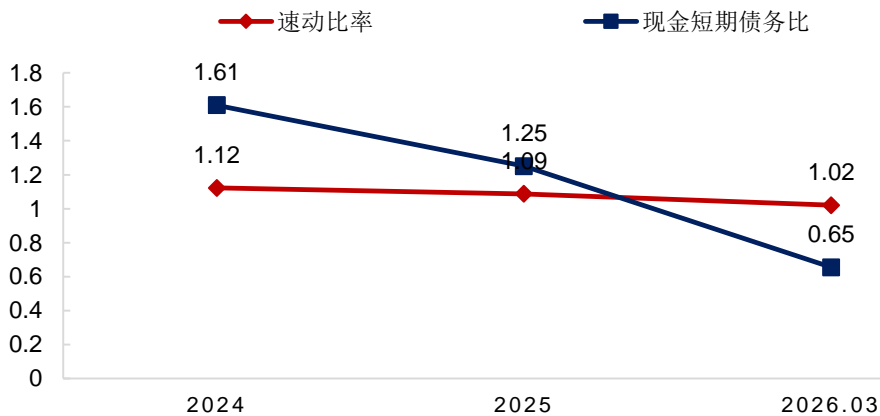
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.31	4.24	1.46
FFO（亿元）	--	3.87	3.33
资产负债率	59.37%	59.52%	53.44%
净债务/EBITDA	--	3.06	3.17
EBITDA 利息保障倍数	--	5.30	5.13
总债务/总资本	53.67%	52.93%	43.42%
FFO/净债务	--	21.02%	21.55%
经营活动现金流净额/净债务	-1.16%	23.04%	9.47 %
自由现金流/净债务	-7.99%	-3.20%	-82.98%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年公司在日常经营中采用较大规模的票据结算，一方面短期债务规模增加，另一方面票据质押保证金使得受限货币资金规模大幅增长，因此2025年现金短期债务比有所下降。截至2025年末，银行授信总额和未使用额度分别为26.85亿元和11.80亿元，融资弹性仍较好。整体来看2025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6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日，公司本部（2026年5月28日）及子公司舟山华康（2026年5月28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（2026年6月15日），中证鹏元未发现公司被列入全国

失信被执行人名单。

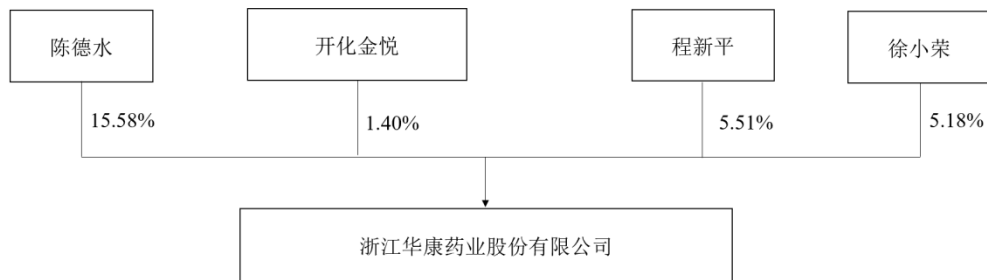
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	10.19	11.59	4.34	21.28
存货	9.17	7.69	6.97	2.82
流动资产合计	34.78	34.16	25.75	34.15
固定资产	34.98	35.05	22.54	15.53
非流动资产合计	46.04	46.24	44.17	27.63
资产总计	80.82	80.40	69.92	61.78
短期借款	6.00	7.04	1.50	2.47
应付票据	5.21	5.14	2.45	0.41
应付账款	5.85	6.85	8.02	3.12
一年内到期的非流动负债	6.07	3.10	2.28	1.80
流动负债合计	25.09	24.34	16.73	10.22
长期借款	8.04	8.80	6.97	7.70
应付债券	12.48	12.30	11.63	10.98
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	22.89	23.51	20.64	20.55
负债合计	47.98	47.85	37.37	30.77
总债务	38.04	36.61	24.98	23.52
其中：短期债务	17.44	15.44	6.36	4.83
长期债务	20.60	21.17	18.63	18.68
所有者权益	32.84	32.55	32.55	31.01
营业收入	11.87	41.89	28.08	27.83
营业利润	0.30	2.29	2.89	4.27
净利润	0.23	2.03	2.69	3.72
经营活动产生的现金流量净额	-0.31	4.24	1.46	6.19
投资活动产生的现金流量净额	-0.76	-5.49	-15.86	-12.59
筹资活动产生的现金流量净额	1.13	0.57	-3.11	17.42
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	6.02	4.88	5.79
FFO（亿元）	--	3.87	3.33	5.12
净债务（亿元）	26.95	18.42	15.46	-1.90
销售毛利率	11.39%	15.03%	21.77%	24.18%
EBITDA 利润率	--	14.37%	17.37%	20.81%
总资产回报率	--	4.35%	4.86%	9.12%
资产负债率	59.37%	59.52%	53.44%	49.80%
净债务/EBITDA	--	3.06	3.17	-0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	5.30	5.13	15.15
总债务/总资本	53.67%	52.93%	43.42%	43.13%

FFO/净债务	--	21.02%	21.55%	-269.80%
经营活动现金流净额/净债务	-1.16%	23.04%	9.47%	-326.49%
速动比率	1.02	1.09	1.12	3.07
现金短期债务比	0.65	1.25	1.61	5.40

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 5 月末）



资料来源：公司公告，中证鹏元整理

附录三 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+经调整所有者权益
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

附录四 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