

盈利跃升的“两支箭”

华康股份首次覆盖报告

核心观点

- 周期反转、工艺优化，“两支箭”助力华康盈利修复。**展望后续，我们认为华康盈利能力有望显著改善：首先，我们判断晶体糖行业处于盈利底，核心原料玉米价格上行将加速行业供给侧出清，华康股份作为头部企业具备规模效应且客户结构佳，具备成本优势及定价优势，公司有望在本轮出清中份额提升，并率先受益于晶体糖价格上行；其次，舟山工厂具备玉米精深加工能力，伴随产能调试完毕，公司有望将玉米加工环节的利润纳入体内，增厚毛利率。
- 华康股份：甜味剂龙头，目前处于盈利底。**华康是功能糖行业中低倍甜味剂领域龙头，公司境外收入占比高，客户结构优，在晶体木糖醇及晶体山梨糖醇中有明显份额优势，伴随舟山工厂落地，公司逐步具备产品多元化能力，近年来，受制于晶体糖价格回落、财务杠杆，以及舟山工厂落地后液体糖放量等因素，公司盈利能力处于历史低位。
- 功能糖行业：食品饮料上游，成本、供需是核心。**功能糖是重要的食品饮料添加剂，属于食品饮料产业链上游品种，呈现明显的“成本加成型”特征，厂家盈利能力取决于是否能压低单位生产成本、生产技术是否具备壁垒以及产品的供需关系是否改善。我们观察到，当下功能糖上市公司盈利能力处于历史区间底部，主要系过去数年行业处于产能释放阶段，供需关系恶化导致单品定价回落，同时成本端相对刚性，压制盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 27 元。**预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.5 元、1.12 元、2.25 元，考虑到公司所处行业为周期性行业，以远期盈利给予估值，按公司 2028 年盈利，参考可比公司平均，给予 12X 动态 PE，对应目标价为 27 元。
- 风险提示：**1) 食品安全；2) 境外贸易冲突加剧；3) 销量不及预期；4) 晶体糖价格提升力度及时间不及预期；5) 成本长期高位运行；6) 假设条件变化；7) 统计信息误差风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,808	4,189	4,897	5,639	6,512
同比增长(%)	0.9%	49.1%	16.9%	15.1%	15.5%
营业利润(百万元)	289	229	169	372	744
同比增长(%)	-32.3%	-20.7%	-26.6%	121.0%	99.8%
归属母公司净利润(百万元)	268	200	151	340	682
同比增长(%)	-27.7%	-25.4%	-24.7%	125.5%	100.5%
每股收益(元)	0.89	0.66	0.50	1.12	2.25
毛利率(%)	21.8%	15.0%	13.0%	15.8%	20.2%
净利率(%)	9.6%	4.8%	3.1%	6.0%	10.5%
净资产收益率(%)	8.5%	6.2%	4.8%	10.6%	17.7%
市盈率	20.2	27.1	36.0	16.0	8.0
市净率	1.7	1.7	1.8	1.6	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2026年05月22日）	17.93 元
目标价格	27 元
52 周最高价/最低价	19.98/13.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	30,305/29,943
A 股市值（百万元）	5,434
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 05 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.94	8.67	12.91	10.52
相对表现%	-0.64	7.72	8.95	-13.27
沪深 300%	-0.3	0.95	3.96	23.79



证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
陈传双	执业证书编号：S0860525110003 chenchuanshuang@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

目录

华康股份：盈利跃升的两支箭	5
区别于市场的观点	5
关键假设	5
甜味剂龙头，盈利修复潜力大	6
功能糖行业综述：成本、供需是核心	6
华康股份：甜味剂龙头，需求侧稳定	8
价格回落+结构拖累，华康处于盈利底	12
第一支箭：供给出清或见尾，晶体盈利修复在即	15
量的层面：小厂退出，份额集中，格局利好华康	15
价的层面：看多玉米价格，加速供给出清	17
第二支箭：产业链延伸，增厚盈利、拓品可期	20
舟山项目纳入玉米精加工，增厚盈利	21
做好技术储备，拓品可期	22
投资建议及盈利预测	23
风险提示	24

图表目录

图 1：代糖行业代表性上市公司	6
图 2：代糖行业部分品类、工艺及原料梳理	7
图 3：以山梨糖醇价格走势为例：功能糖是典型的成本加成型定价	7
图 4：赤藓糖醇是甜味剂的一个缩影，2021-2025 年行业供给释放，产能利用率持续回落	8
图 5：供给提升+成本刚性，功能糖行业净利率持续回落	8
图 6：供给提升+成本刚性，功能糖行业毛利率回落	8
图 7：华康的产品矩阵：晶体功能糖、液体淀粉糖为核心	9
图 8：低倍甜味剂是个小类目，山梨糖醇、麦芽糖醇、甘露醇、木糖醇贡献主要用量	10
图 9：糖醇甜味剂市场仍在成长	10
图 10：中国出口山梨（晶体）占全球山梨（晶体）需求量的 1/4	11
图 11：中国出口木糖醇（晶体）占全球木糖醇（晶体）需求量的 1/4	11
图 12：估测华康占中国山梨糖醇（晶体）供给接近 3 成	11
图 13：估测华康占中国木糖醇（晶体）供给近 5 成	11
图 14：华康境外收入毛利率高，出口主要为晶体糖	12
图 15：公司产品外需强，境外市场收入始终占相当比例	12
图 16：以 2020 年为例，公司下游客户集中度高，以几家全球性食品饮料公司为核心，需求侧相对稳定	12
图 17：2020 年为例，波兰、美国、意大利为公司前三海外市场	12
图 18：华康股份盈利能力在 2020-2025 持续回落：1、晶体糖价格回落 2、加杠杆扩产及产品结构下沉	13
图 19：木糖醇价格：价格迈入上行区间主要受供给侧出清及成本端上扬驱动，价格回落主要系扩产释放产能	13
图 20：山梨糖醇价格复盘：价格迈入上行区间主要受供给侧出清及成本端上扬驱动，价格回落主要系扩产释放产能	14
图 21：果葡糖浆（液体糖）是典型的成本加成型行业，盈利能力低，价格中枢和玉米淀粉价格中枢高度正相关	14
图 22：2017-19 年供给侧优化，公司晶体糖吨价上行	15
图 23：晶体糖吨价上行，盈利能力攀升	15
图 24：2020-2025 年供给侧增加，晶体糖吨价下行	15
图 25：扩产后液体糖收入高增	15
图 26：2020 年之后，华康做的事主要是以价换量，提升市场占有率	16
图 27：从出口看，2025 年山梨醇供给量阶段性见顶	16
图 28：从出口看，2025 年木糖醇供给量阶段性见顶	16
图 29：截止 2026 年初，木糖醇价格处于历史区间底部	17
图 30：截止 2026 年初，山梨醇价格处于历史区间底部	17

图 31：玉米作为生物燃料的原料，价格和原油价格高度相关.....	19
图 32：玉米价格在 2025 上半年已经启动.....	19
图 33：淀粉占华康收入比重在 20-25%.....	21
图 34：公司后续无需采购淀粉，采购整玉米（含玉米芯及玉米颗粒）即可.....	21
图 35：产业链向上游延伸，将玉米加工这个环节纳入华康体内.....	21
图 36：玉米精加工项目投产后，玉米和玉米淀粉之间的价差可以收回到华康加工链内部，增厚盈利能力.....	22
表 1：甜味剂主要分为高倍甜味剂和低倍甜味剂，低倍甜味剂主要是糖醇.....	10
表 2：晶体山梨醇厂家份额集中.....	16
表 3：全球木糖醇份额已相对集中.....	17
表 4：截止 2026 年 5 月，晶体山梨醇、果葡糖浆成本线和行业报价比较接近.....	18
表 5：晶体糖盈利对原料成本高度敏感——以华康股份 2022 年数据进行成本-盈利测算.....	18
表 6：液体糖盈利对原料成本高度敏感——以华康股份 2022 年数据进行成本-盈利测算.....	18
表 7：全球玉米供需平衡表显示，玉米库存正在回落.....	20
表 8：中国玉米供需平衡表显示，国内玉米库存正在回落.....	20
表 9：若将玉米加工到淀粉的利润纳入，华康盈利能力有望显著改善.....	22
表 10：根据转债说明书，舟山工厂落地后，具备生产能力的品类、产能及其销售规模.....	22
表 11：公司收入拆分及盈利能力预测.....	23
表 12：可比公司及估值.....	24
表 13：不同情境下公司的盈利能力变化参考.....	25

华康股份：盈利跃升的两支箭

区别于市场的观点

当下甜味剂行业普遍呈现供给过剩、头部公司盈利能力弱，市场对华康股份的盈利能力改善没有强预期，我们认为公司盈利能力有望在 2026-28 年迎来显著改善。

第一支箭：成本上行加速晶体糖供给侧出清，华康剩者为王，受益供需格局改善。

晶体木糖醇、晶体山梨糖醇等产品已经处于盈利微薄的阶段，考虑到玉米是晶体糖重要原料且价格呈现上行趋势，成本上行将加速晶体糖行业供给侧出清，晶体糖供需格局优化后，价格有望迈入回升区间；另外，华康股份作为头部企业具备规模效应及客户结构优势，晶体糖生产成本低于同业、价格好于同业，公司毛利率高于同业，华康有望渡过本轮供给侧出清，率先受益于晶体糖价格上行，或主动引领新一轮提价。

第二支箭：舟山项目具备玉米精深加工能力，将增厚华康盈利能力。

舟山工厂落地后，公司可以将玉米至玉米淀粉这一中间环节的利润纳入表内，将增厚公司晶体糖和液体糖的盈利能力。

关键假设

量：我们认为公司具备较强的拓客能力，且产能相对充裕，假设 2026-28 年晶体糖、液体糖均保持双位数复合增速。

价：考虑到晶体糖供需格局，假设晶体糖价格在 2026 年仍略有回落，2027-2028 年呈现上行，考虑到液体糖供需格局，假设液体糖价格在 2026 年略有回落，在 2027-28 年保持相对平稳。

成本：1) 原料成本，考虑到玉米价格走势，假设公司 2026 年原料成本略有上行，2027-28 年原料成本保持相对平稳；2) 生产成本，考虑到公司具备玉米精深加工能力，受益于此，液体糖同期生产成本下行幅度大于晶体糖；

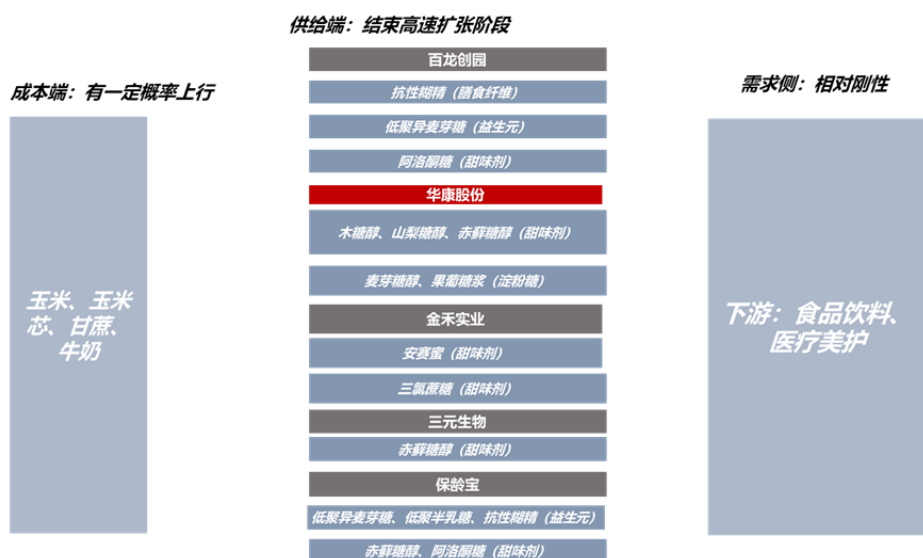
甜味剂龙头，盈利修复潜力大

功能糖行业整体处于产能扩张高点，受制于成本刚性及产能释放，功能糖行业整体盈利承压；华康股份是功能糖甜味剂龙头，在山梨糖醇和木糖醇领域有强话语权，华康在 2022-25 年进入新一轮扩产阶段，受制于产品价格、产品结构等因素，目前盈利处于历史区间底部，修复潜力大。

功能糖行业综述：成本、供需是核心

功能糖：食品饮料的重要原料，成本、供需是核心。功能糖是重要的食品饮料添加剂，主要分为四大类目：益生元、膳食纤维、甜味剂、淀粉糖，整体看，受益于食品饮料工业化、健康化趋势，功能糖属于成长性类目。功能糖工艺流程的本质是以天然农作物为原料，通过设计特定的酶或菌种作为工具，在温和的条件下进行定向转化得到，功能糖属于食品饮料产业链上游品种，呈现明显的“成本加成型”特征，头部厂家对于单品的定价往往是在“原料成本+加工费”为核心进行定价，厂家利润主要来自于：1）是否能压低单位生产成本；2）生产技术具备壁垒；3）产品的供需关系改善。

图 1：代糖行业代表性上市公司



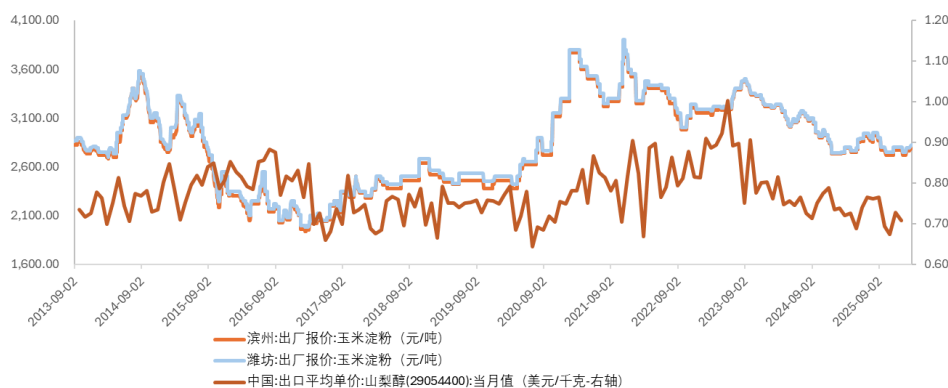
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：代糖行业部分品类、工艺及原料梳理

益生元				
产品名称	类别	核心上游原料	原料特点	
低聚果糖	果糖基低聚糖	菊苣根（主流）或 蔗糖	经济作物或糖料作物	
低聚异麦芽糖	葡萄糖基低聚糖	玉米淀粉等	大宗粮食作物	
低聚半乳糖	半乳糖基低聚糖	乳糖（来自乳清/牛奶）	乳制品工业副产品	
低聚木糖	木糖基低聚糖	玉米芯、甘蔗渣等	农业/林业纤维废料	
膳食纤维				
产品	类别	核心上游原料	关键工艺本质	
抗性糊精	水溶性膳食纤维	玉米等淀粉	淀粉的“解聚-再聚合”（热处理/酶处理）	
聚葡萄糖	水溶性膳食纤维	葡萄糖 + 山梨糖醇 + 酸	葡萄糖的“熔融缩聚”	
甜味剂				
产品	类别	核心上游原料	关键生产工艺	原料源头
木糖醇	糖醇	玉米芯、甘蔗渣（半纤维素）	化学氢化（木糖→木糖醇）	农业纤维废料
山梨糖醇	糖醇	玉米淀粉 → 葡萄糖	化学氢化（葡萄糖→山梨糖醇）	大宗粮食作物
赤藓糖醇	糖醇	玉米淀粉 → 葡萄糖	微生物发酵	大宗粮食作物
阿洛酮糖	天然稀有糖	玉米淀粉 → 果糖	酶法异构（果糖→阿洛酮糖）	大宗粮食作物
三氯蔗糖	高倍甜味剂	蔗糖（甘蔗/甜菜）	化学合成（选择性氯化）	糖料作物
淀粉糖				
产品	类别	核心上游原料	关键生产工艺	备注
果葡糖浆	淀粉糖/甜味剂	玉米淀粉	酶法糖化 + 异构化	果糖含量高，甜度接近蔗糖，成本低廉。
麦芽糖醇	糖醇/甜味剂	玉米淀粉 → 麦芽糖	酶法糖化 + 氢化还原	由麦芽糖加氢制得，甜度约为蔗糖的90%，能量低。
麦芽糖浆	淀粉糖/原料	玉米、大米淀粉	酶法糖化（定向水解）	麦芽糖含量是核心指标，是生产麦芽糖醇、结晶麦芽糖的中间产物。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：以山梨糖醇价格走势为例：功能糖是典型的成本加成型定价

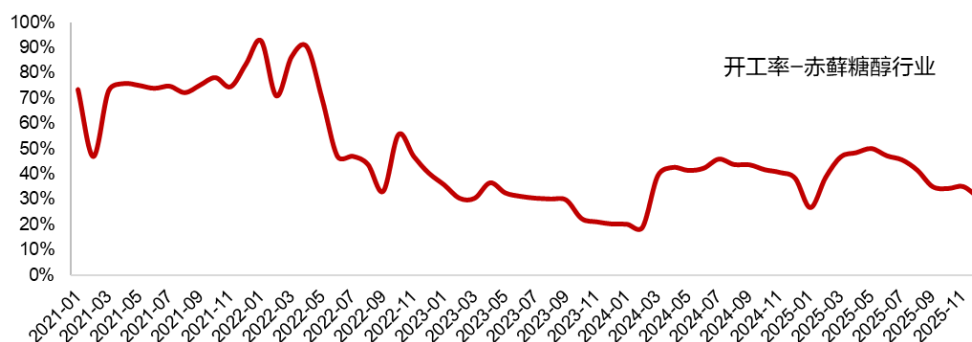


数据来源：Wind，东方证券研究所

供给释放、成本相对刚性，功能糖行业处于盈利底。从头部公司盈利能力看，功能糖上市公司的毛利率、净利率在2020年以来普遍处于回落区间，当下盈利能力已普遍处于历史区间底部，尤其是甜味剂为核心的厂商，主要系：1）2020-2025年是功能糖行业处于产能加速释放阶段，释放的新产能大于食品饮料新增原料需求，供需关系恶化导致单品定价区间下移；2）尽管玉米等生产

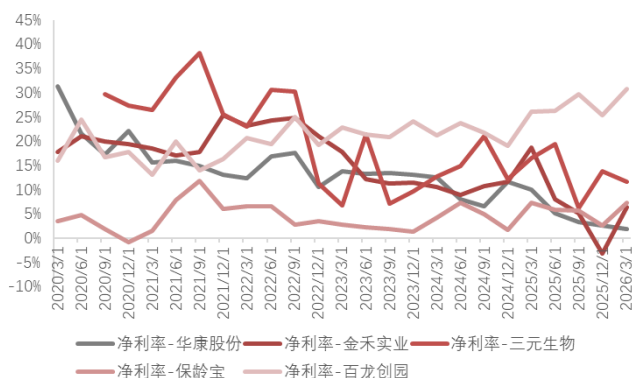
功能糖的核心原料在 2023 年以来处于价格回落区间，但回落幅度低于功能糖价格回落幅度，成本端相对刚性。

图 4：赤藓糖醇是甜味剂的一个缩影，2021-2025 年行业供给释放，产能利用率持续回落



数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

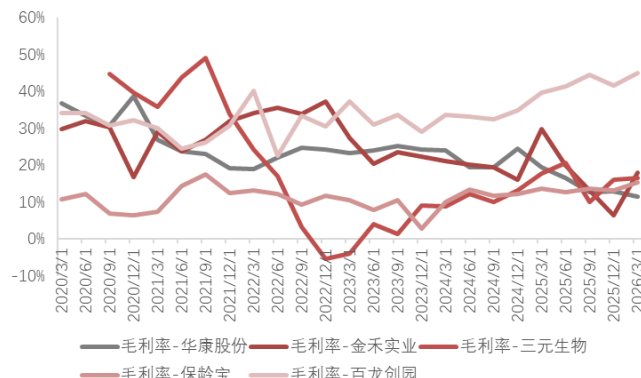
图 5：供给提升+成本刚性，功能糖行业净利率持续回落



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：百龙创园盈利能力高于行业，主要系其核心单品抗性糊精和阿洛酮糖有技术壁垒

图 6：供给提升+成本刚性，功能糖行业毛利率回落



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：百龙创园盈利能力高于行业，主要系其核心单品抗性糊精和阿洛酮糖有技术壁垒

华康股份：甜味剂龙头，需求侧稳定

华康股份在低倍甜味剂领域优势明显，晶体木糖醇和晶体山梨糖醇是华康盈利核心。公司的收入结构以晶体甜味剂（晶体木糖醇、晶体山梨糖醇、麦芽糖醇和晶体赤藓糖醇）及淀粉糖（主要为果葡糖浆、液体山梨糖醇和麦芽糖醇液）为核心，从利润贡献来源看，公司晶体木糖醇和晶体山梨糖醇贡献毛利润近 7 成，是公司盈利的核心。

图 7：华康的产品矩阵：晶体功能糖、液体淀粉糖为核心

益生元					华康能力范畴
类别	核心上游原料		原料特点		
低聚果糖	果糖基低聚糖	菊苣根（主流）或 蔗糖	经济作物或糖料作物		
低聚异麦芽糖	葡萄糖基低聚糖	玉米淀粉等	大宗粮食作物		
低聚半乳糖	半乳糖基低聚糖	乳糖（来自乳清/牛奶）	乳制品工业副产品		
低聚木糖	木糖基低聚糖	玉米芯、甘蔗渣等	农业/林业纤维废料		
膳食纤维					华康核心业务
类别	核心上游原料		关键工艺本质		
抗性糊精	水溶性膳食纤维	玉米等淀粉	淀粉的“解聚-再聚合”（热处理）		
聚葡萄糖	水溶性膳食纤维	葡萄糖 + 山梨糖醇 + 酸	葡萄糖的“熔融缩聚”		
甜味剂					木糖醇-晶体： 收入占比20%，毛利占比48% 山梨糖醇-晶体： 收入占比16%，毛利占比20% 麦芽糖醇、赤藓糖醇-晶体： 收入占比12%，毛利占比14%
类别	核心上游原料		关键生产工艺	原料源头	
木糖醇	糖醇	玉米芯、甘蔗渣（半纤维素）	化学氢化（木糖→木糖醇）	农业纤维废料	
山梨糖醇	糖醇	玉米淀粉 → 葡萄糖	化学氢化（葡萄糖→山梨糖醇）	大宗粮食作物	
赤藓糖醇	糖醇	玉米淀粉 → 葡萄糖	微生物发酵	大宗粮食作物	
阿洛酮糖	天然稀有糖	玉米淀粉 → 果糖	酶法异构（果糖→阿洛酮糖）	大宗粮食作物	
三氯蔗糖	高倍甜味剂	蔗糖（甘蔗/甜菜）	化学合成（选择性氯化）	糖料作物	
淀粉糖					液体糖：果葡糖浆+液体山梨糖醇、麦芽糖醇及其他 收入占比36%，毛利占比4%
产品	类别	核心上游原料	关键生产工艺	备注	
果葡糖浆	淀粉糖/甜味剂	玉米淀粉	酶法糖化 + 异构化	果糖含量高，甜度接近蔗糖，成本低廉。	
麦芽糖醇	糖醇/甜味剂	玉米淀粉 → 麦芽糖	酶法糖化 + 氢化还原	由麦芽糖加氢制得，甜度约为蔗糖的90%，能量低。	
麦芽糖浆	淀粉糖/原料	玉米、大米淀粉	酶法糖化（定向水解）	麦芽糖含量是核心指标，是生产麦芽糖醇、结晶麦芽糖的中间体	

数据来源：根据招股书估测，东方证券研究所

低倍甜味剂：中国是主要出口国，华康算龙头。低倍甜味剂是个小类目，主要为山梨糖醇、麦芽糖醇、甘露醇、木糖醇，根据公司招股书估测，目前低倍甜味剂市场规模在 150 亿元以上，销售量在百万吨以上，其中主要是液体山梨糖醇，我们估测中国出口山梨（晶体）占全球山梨（晶体）需求量的 1/4，估测华康分别占中国山梨糖醇（晶体）及木糖醇（晶体）近 3 成、近 5 成。

表 1：甜味剂主要分为高倍甜味剂和低倍甜味剂，低倍甜味剂主要是糖醇

甜味剂	种类	工艺和产能情况	下游	发展趋势
化学合成高倍甜味剂	糖精钠	污染较大，新建、改扩建产能政策受限	饮料、调味料、冰淇淋、糕点等	安全性存疑，部分国家已禁用，行业逐步萎缩
	甜蜜素	新建和扩大产能政策受限	餐桌甜味剂、饮料、蜜饯糕点、调味品等	安全性存在争议，部分国家已禁用，发展空间有限
	阿斯巴甜	竞争格局已相对稳定、生产工艺成熟，市场竞争门槛较高	饮料、餐桌甜味剂、糖果、果酱、医药等	安全性存在一定争议，行业进一步发展存在挑战
	安赛蜜	核心原料产能受限，头部企业成本优势明显，进入门槛较高	饮料、果酱果冻、餐桌甜味剂、糖果等	安全性较好，甜价比高，经济型较高，发展趋势良好
	三氯蔗糖	工艺技术及环保要求较高，投资门槛较高	可广泛应用于食品饮料等	安全性好、甜价比高，经济性好，发展趋势良好
天然高倍甜味剂	甜菊糖苷	工艺相对简单、投资门槛低	餐桌糖、冰淇淋、饮料、糖果、烘焙等	天然低热值高倍甜味剂，发展前景广阔
	罗汉果糖苷	工艺相对简单、投资门槛低	可广泛应用于食品饮料等	天然低热值高倍甜味剂，发展前景广阔
低倍甜味剂	木糖醇	工艺成熟，投资门槛较低	应用于食品、防龋齿性糖果口香糖、糖尿病人食品等	市场认知度较高，发展前景良好
	山梨糖醇	工艺成熟，投资门槛较低	食品、化妆品、纺织工业等	应用领域不仅局限于食品工业，是产销量最大的糖醇产品
	赤藓糖醇	工艺成熟，投产速度较快	广泛应用于饮料、食品、调味品等	一度随国内无糖饮料爆发，后竞争加剧出现价格战，行业洗牌
	阿洛酮糖	工艺相对较新，投产调试速度较慢	食品、饮料、保健品	成长起步期，部分国家已批准用作食品原料，中国和欧盟尚在审批中

数据来源：三元生物、保龄宝、华康股份招股书，东方证券研究所

图 8：低倍甜味剂是个小类目，山梨糖醇、麦芽糖醇、甘露醇、木糖醇贡献主要用量

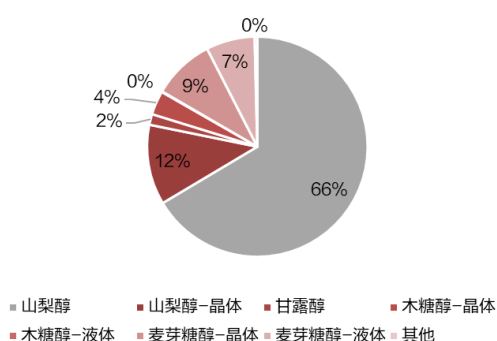
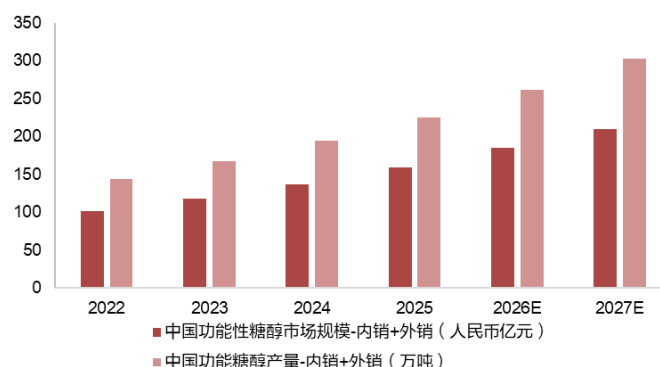
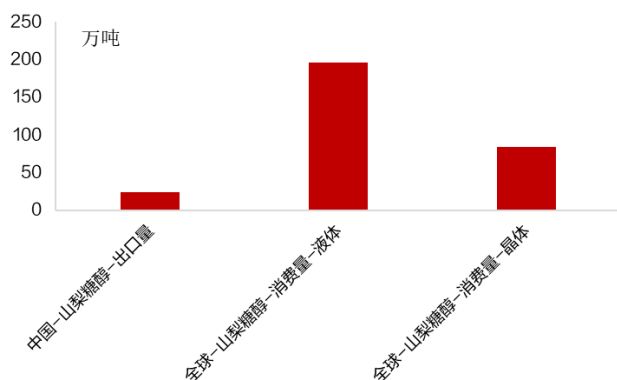
数据来源：华康招股书，东方证券研究所
注：统计范围为全球

图 9：糖醇甜味剂市场仍在成长



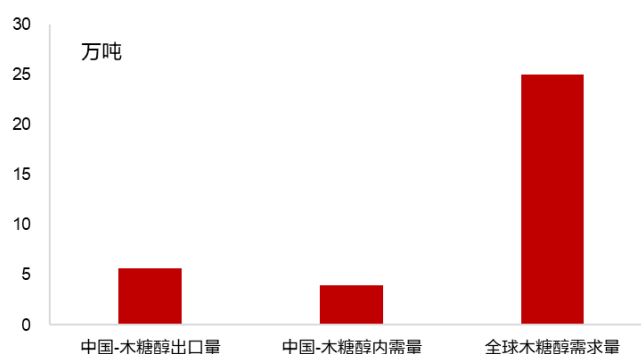
数据来源：根据招股书测算，东方证券研究所

图 10：中国出口山梨（晶体）占全球山梨（晶体）需求量的 1/4



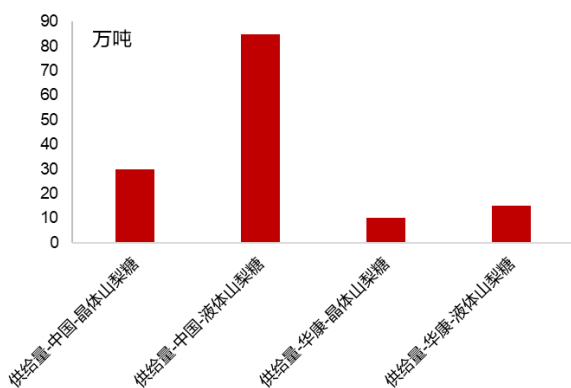
数据来源：根据华康招股书估测；时间节点为 2024-2025 年，东方证券研究所

图 11：中国出口木糖醇（晶体）占全球木糖醇（晶体）需求量的 1/4



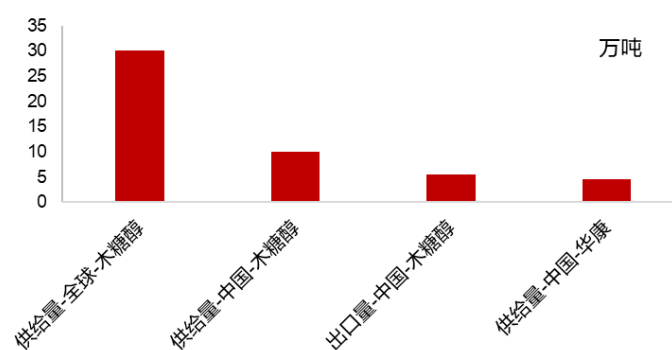
数据来源：根据华康招股书估测；时间节点为 2024-2025 年，东方证券研究所

图 12：估测华康占中国山梨糖醇（晶体）供给接近 3 成



数据来源：根据华康招股书估测；时间节点为 2024-2025 年，东方证券研究所

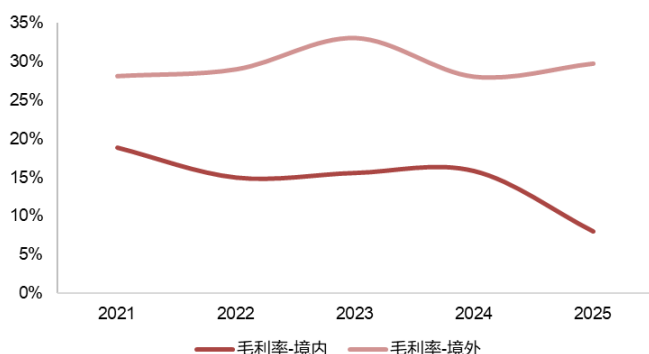
图 13：估测华康占中国木糖醇（晶体）供给近 5 成



数据来源：根据华康招股书估测；时间节点为 2024-2025 年，东方证券研究所

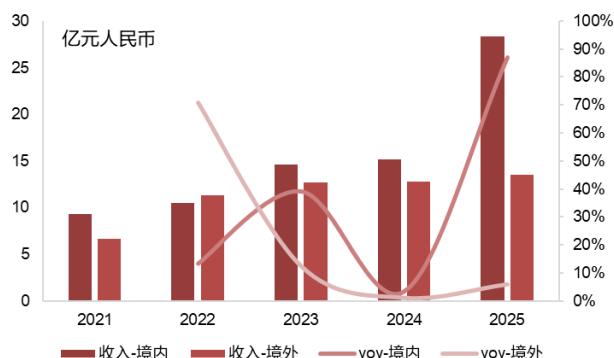
华康境外业务盈利能力强、关税影响相对可控，客户结构佳。公司收入结构全球化，截止 2025 年，公司境外市场收入贡献仍在 3 成以上，从市场结构看，公司境外为全球化布局，收入分散在欧洲、美国、东南亚市场，美国并非最大市场，贸易莫测导致的关税制裁等负面影响相对可控；从客户结构看，公司海外客户结构为玛氏箭牌、亿滋国际、可口可乐等世界级食品饮料厂商，其核心考量因素主要为原料供给的稳定性和品质，整体看，华康的境外客户需求相对稳定，且对原料价格的容忍度也较高。公司境外业务毛利率常年在 30% 左右，我们认为，除客户结构较好外，其次因素为晶体糖业务出口居多，由于晶体糖盈利能力高于液体糖，公司境外市场毛利率高于境内。

图 14：华康境外收入毛利率高，出口主要为晶体糖



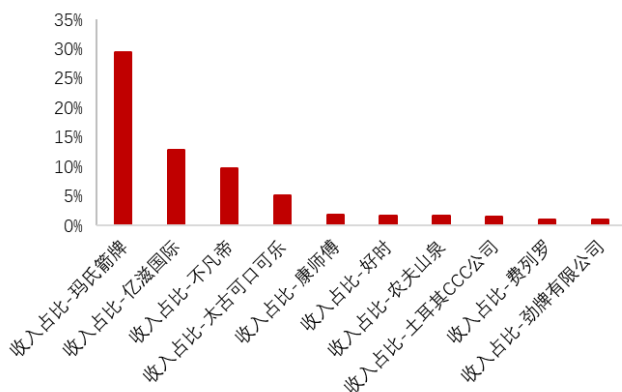
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：公司产品外需强，境外市场收入始终占相当比例



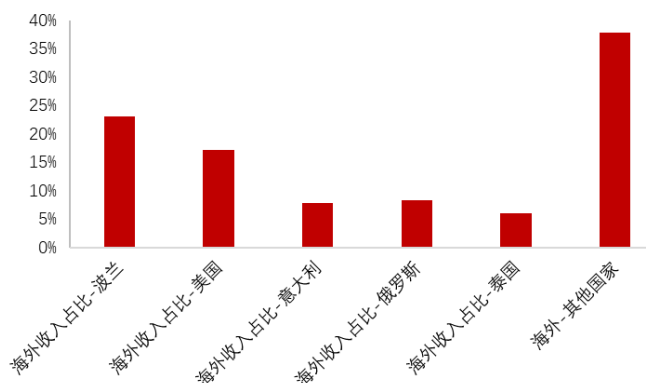
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：以 2020 年为例，公司下游客户集中度高，以几家全球性食品饮料公司为核心，需求侧相对稳定



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 17：2020 年为例，波兰、美国、意大利为公司前三海外市场

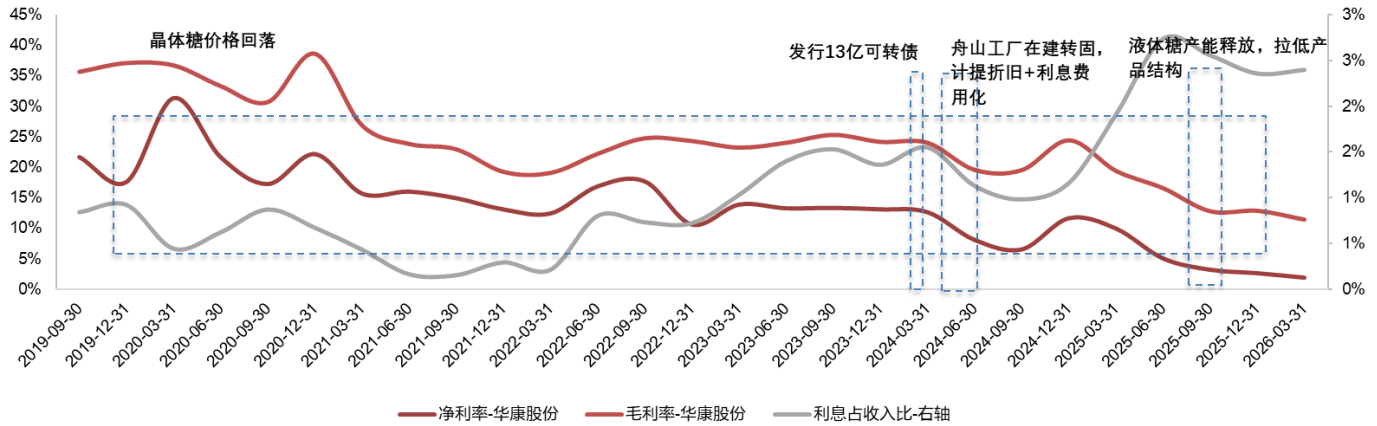


数据来源：招股书，东方证券研究所

价格回落+结构拖累，华康处于盈利底

加杠杆扩产、晶体糖供给释放，公司处于盈利底。公司历史净利率区间为 6%-15%，2024-2025 年净利率加速回落，2025 年净利率为 4.8%，处于盈利底部，主要系：**1) 费用角度：**公司 2021 年上市以来一直采取较外向型的经营策略，尤其 2023 年进行加杠杆扩产：公司在 2023 年 3 季度发行可转债募集资金 13 亿元人民币，并在 2022 年在浙江舟山启动“100 万吨玉米精深加工项目（一期）-第一阶段”，舟山项目一期第一阶段在 2023 年底基本建成，并在 2024 年投产，舟山项目由资本开支转固后开始计提折旧、摊销，影响期内毛利率及管理费用率，同时，杠杆率抬升后财务费用率提升明显，进一步压制盈利能力。**2) 产品层面：**由于晶体木糖醇和山梨糖醇供给增加阶段性大于需求，2022-25 年晶体糖价格处于回落区间，叠加 2025 年舟山项目一阶段释放出大量液体糖（果葡糖浆等）产能，液体糖毛利率低于晶体糖，产品结构下沉叠加产品均价下行，对盈利能力拖累明显。

图 18：华康股份盈利能力在 2020-2025 持续回落：1、晶体糖价格回落 2、加杠杆扩产及产品结构下沉



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：木糖醇价格：价格迈入上行区间主要受供给侧出清及成本端上扬驱动，价格回落主要系扩产释放产能

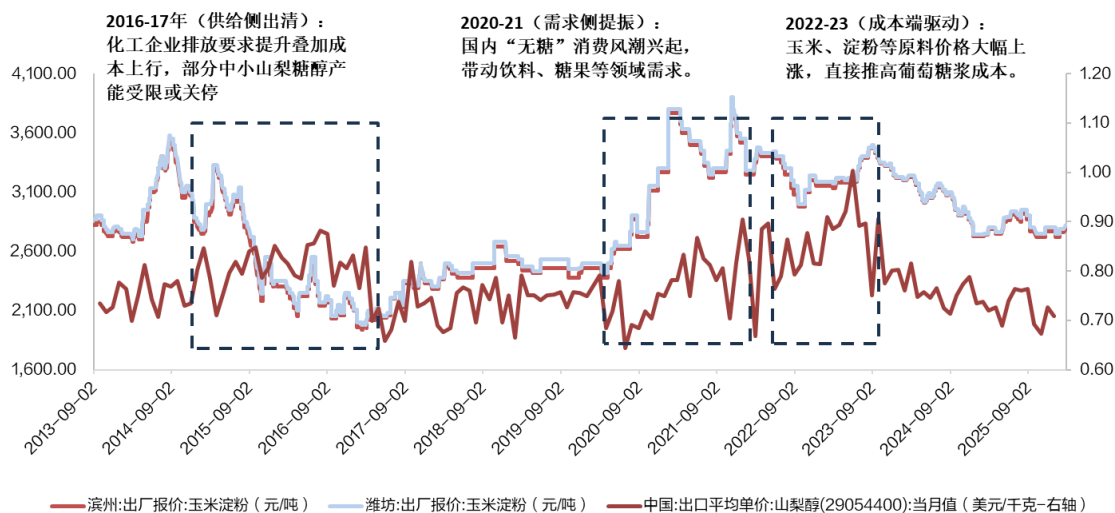


数据来源：Wind，东方证券研究所



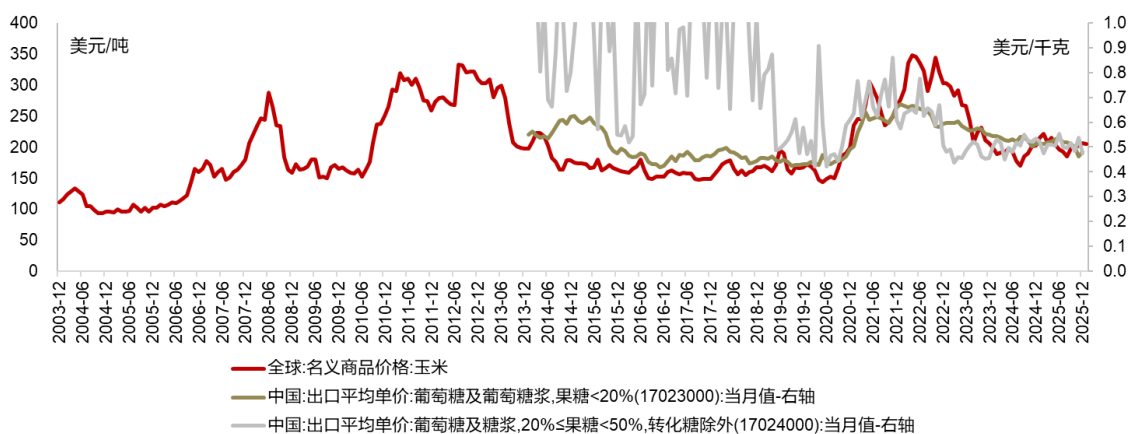
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 20：山梨糖醇价格复盘：价格迈入上行区间主要受供给侧出清及成本端上扬驱动，价格回落主要系扩产释放产能



数据来源：wind，东方证券研究所

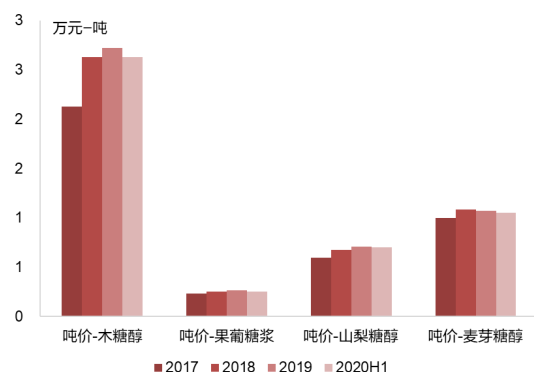
图 21：果葡糖浆（液体糖）是典型的成本加成型行业，盈利能力低，价格中枢和玉米淀粉价格中枢高度正相关



数据来源：Wind，东方证券研究所

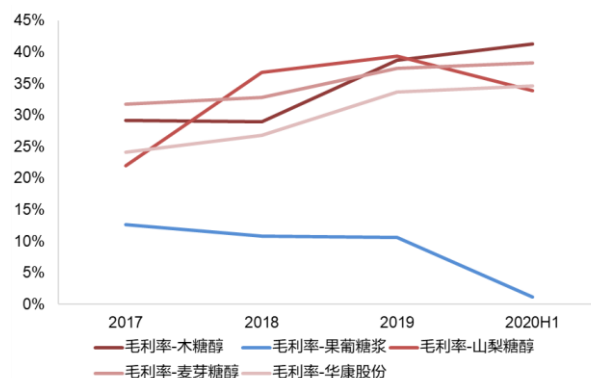
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 22：2017-19 年供给侧优化，公司晶体糖吨价上行



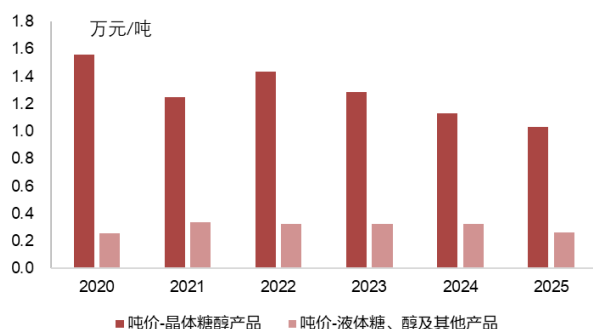
数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：晶体糖吨价上行，盈利能力攀升



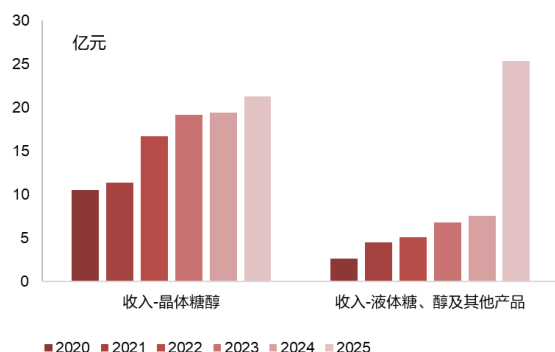
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：2020-2025 年供给侧增加，晶体糖吨价下行



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：扩产后液体糖收入大增



数据来源：Wind，东方证券研究所

第一支箭：供给出清或见尾，晶体盈利修复在即

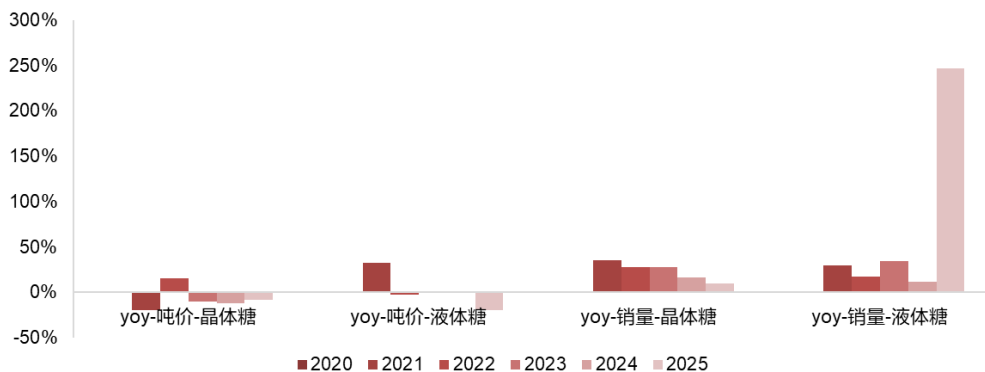
量的层面，经过 2020-25 年行业扩产后，目前晶体糖整体处于供给高点，当下行业产能利用率处于历史低位，中小产能出清到后半段，木糖醇和山梨糖醇行业已基本形成寡头格局，华康占据头部优势，具备提价先机。**价的层面**，目前晶体糖行业报价与行业成本线接近，华康受益于客户结构及生产规模，山梨糖和木糖醇售价或高于行业平均，且具备成本领先；**展望后续**，我们认为玉米价格上行趋势或延续，原料价格上行将作为“最后一击”，助力行业完成出清的最后阶段，在实现出清后，华康有望作为胜者引领价格拐点。

量的层面：小厂退出，份额集中，格局利好华康

2020 年之后晶体糖厂家的核心策略是以价换量，格局利好华康。截止 2025 年，从出口数据看，木糖醇和山梨糖醇供给量阶段性见顶，从份额来看，当下华康已经形成明显的份额优势，华康已经成为全球晶体山梨糖醇的前三大生产厂商及木糖醇的第一大生产厂商；综合以上，我们认为当下晶体糖产能已经进入到产能出清的后半段，形成明显的寡头格局，且格局利好华康。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 26：2020 年之后，华康做的事主要是以价换量，提升市场占有率



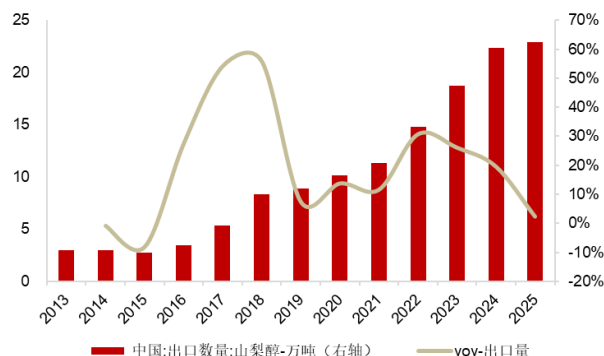
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：从出口看，2025 年山梨醇供给量阶段性见顶



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：从出口看，2025 年木糖醇供给量阶段性见顶



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：晶体山梨醇厂家份额集中

厂家名称	山梨糖醇产能（万吨/年）	其中：晶体山梨糖醇产能（万吨/年）	其中：液体山梨糖醇产能	产能利用率
罗盖特	>50	>10	20	>80%
嘉吉	>30	NA	主要为液体	70%-80%
ADM	>20	NA	主要为液体	70%-80%
华康股份	25-30	>10	>15	晶体>90%，液体>70%
山东天力	8-10	1-2	>60	>80%
诸城东晓	8-10	NA	主要为液体	60-70%
肇庆焕发	5-8	2	15	60-70%

数据来源：根据百川盈孚等估测，东方证券研究所；

注：产能利用率为根据华康自身产能利用率再结合各友商公司规模推测，一般来说，规模大于华康的企业产能利用率会相对较高；

注：产能截止时间为 2025 年；

表 3：全球木糖醇份额已相对集中

全球厂家名称	木糖醇产能（万吨/年）	估测产量	产能利用率
华康股份	5	>4.5	80-90%
丹尼克斯（Danisco）	3	2.5	80%-90%
河南豫鑫	2	1.5	70-80%
济南圣泉	1.5	1	60-75%
龙利福田	1	<1	50-70%

数据来源：根据百川盈孚等估测，东方证券研究所；

注：产能利用率为根据华康自身产能利用率再结合各友商公司规模推测，一般来说，规模大于华康的企业产能利用率会相对较高；

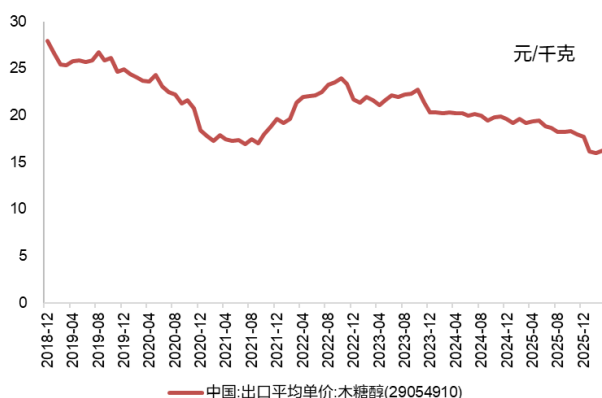
注：产能截止时间为 2025 年；

价的层面：看多玉米价格，加速供给出清

玉米价格上行或是“刺破气球的最后一根刺”，助力行业完成出清的最后阶段。考虑到糖醇类产品对玉米原料价格高度敏感，该位置下，若玉米价格继续上扬，大部分厂商接下来可能面临报价低于成本线的情况，部分厂商的毛利有一定概率进入负区间，行业出清加速。

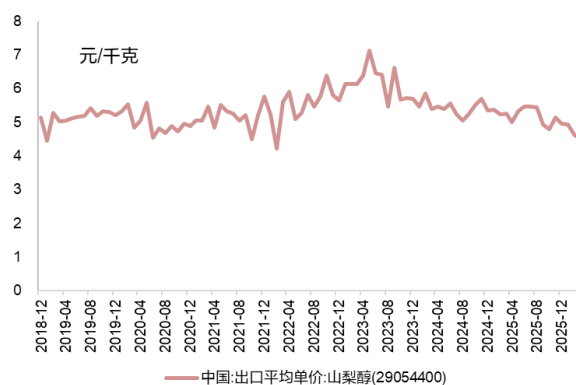
华康具备成本优势，或成为本轮出清的国内赢家。考虑到华康在晶体木糖醇及山梨醇拥有显著的规模优势，我们推测华康在晶体木糖醇和山梨醇的成本线为国内成本区间下限，同时，考虑到华康的国际客户占比较高，且多为头部食品饮料企业，我们推测华康在山梨醇和木糖醇的定价生态好于国内友商，成本及价格优势叠加，华康或成为本轮行业出清的最后赢家，有望引领下一轮晶体糖价格上行。

图 29：截止 2026 年初，木糖醇价格处于历史区间底部



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：截止 2026 年初，山梨醇价格处于历史区间底部



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 4：截止 2026 年 5 月，晶体山梨醇、果葡糖浆成本线和行业报价比较接近

产品类型	行业报价区间	行业成本线区间	头部公司成本线估测	规格
晶体木糖醇-食品级	1.5-1.6 万元/吨			含量≥98.5%，粉末状，桶装或袋装
估测行业成本线-晶体木糖醇		>1.1 万元/吨		
估测头部企业成本线			1-1.1 万元/吨	
山梨糖醇-晶体	0.57-0.63 万元/吨			食品级，含量≥98%，粉末或颗粒形态
山梨糖醇-液体	4.5-4.8			食品级，含量 70%
估测行业成本线-晶体山梨糖醇		>0.55 万元/吨		
估测头部企业成本线			0.5-0.55 万元/吨	
果葡糖浆-F42	0.25-0.3 万元/吨			果糖含量 42%
果葡糖浆-F55	0.26-0.32 万元/吨			果糖含量 55%
估测行业成本线-果葡糖浆-F55		0.28-0.3 万元/吨		

数据来源：wind，东方证券研究所；

注：华康在晶体木糖醇及山梨醇有规模优势，头部企业成本线参考华康 2025 年对应品类的平均估测成本线（尚未考虑玉米原料大幅波动的情况）

注：报价为截止到 2026 年 5 月数据

表 5：晶体糖盈利对原料成本高度敏感——以华康股份 2022 年数据进行成本-盈利测算

直接成本上行幅度	4%	6%	8%
晶体糖吨成本	1.08	1.10	1.11
晶体糖毛利率	25%	24%	23%
毛利率变动	-2%	-3%	-4%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

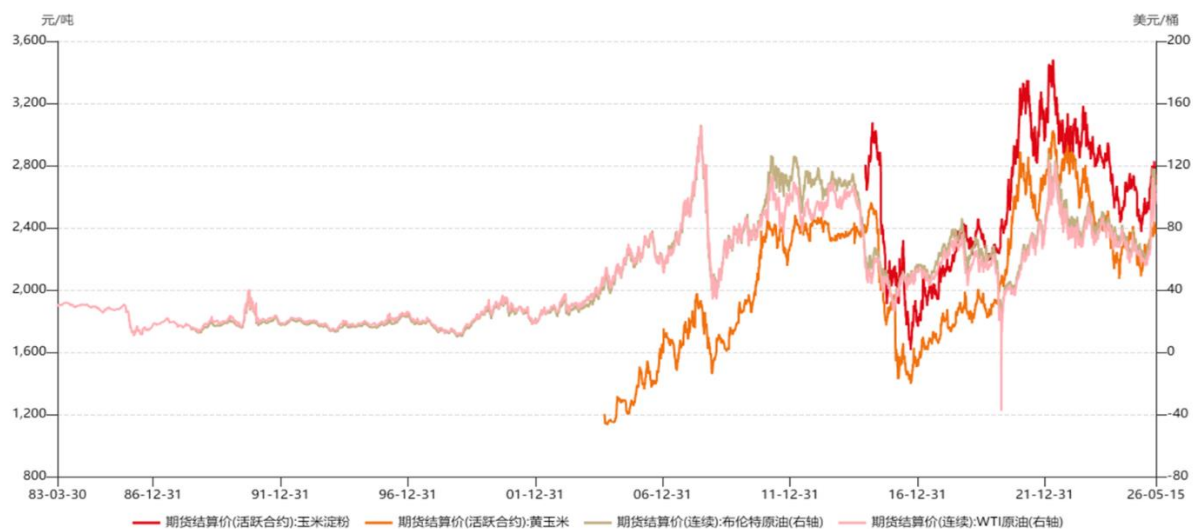
表 6：液体糖盈利对原料成本高度敏感——以华康股份 2022 年数据进行成本-盈利测算

直接成本上行幅度	2%	4%	6%	8%
液体糖吨成本	0.31	0.31	0.32	0.32
液体糖毛利率	6%	5%	3%	2%
毛利率变动	-2%	-3%	-5%	-6%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

库存回落、地缘推升，看多玉米价格。我们推测后续玉米价格或延续上行趋势，主要系：1）玉米作为生物燃料乙醇的核心原料，其价格表现与原油价格高度正相关，境外地缘冲突驱动下，原油价格或呈现高位，玉米作为替代燃料的关键原料，价格或将跟随上行；2）从供需来看，2025 年以来玉米供需结构略有改善，库存呈现回落趋势，玉米价格具备底部支撑。

图 31：玉米作为生物燃料的原料，价格和原油价格高度相关



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：玉米价格在 2025 上半年已经启动



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 7：全球玉米供需平衡表显示，玉米库存正在回落

全球（单位：百万吨）	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
期初库存	336	314	296	309	295	297	283
产量	1,134	1,140	1,225	1,167	1,234	1,237	1,297
进口	175	189	183	181	199	187	192
合计	1,470	1,454	1,521	1,476	1,529	1,533	1,580
食用消费量	136	138	138	140	141	139	140
饲用消费量	689	684	726	700	728	738	762
工业消费量	293	299	311	306	325	335	345
其他	38	37	37	36	38	39	39
总消费量	1,156	1,158	1,211	1,181	1,232	1,251	1,286
出口	175	189	183	181	199	187	192
期末库存	314	296	309	295	297	283	294

数据来源：全球谷物协会，东方证券研究所

表 8：中国玉米供需平衡表显示，国内玉米库存正在回落

中国（单位：百万吨）	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
期初库存	199	202	200	196	195	184
产量	261	273	277	289	295	300
进口	30	22	24	19	8	8
合计	490	497	500	504	498	492
食用消费量	10	10	10	10	10	10
饲用消费量	186	196	204	209	211	214
工业消费量	81	81	80	80	81	82
其他	11	11	10	11	12	11
总消费量	288	297	304	309	314	316
出口	0	0	0	0	0	0
期末库存	202	200	196	195	184	175

数据来源：中国农业部，东方证券研究所

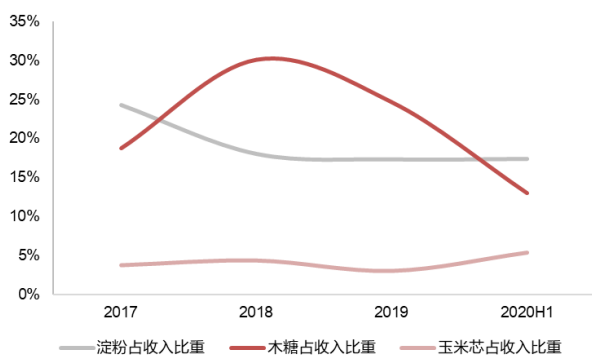
第二支箭：产业链延伸，增厚盈利、拓品可期

舟山扩产奠定华康产业链龙头的工业基础，增厚华康盈利，拓展品类空间。2021 年之前公司生产主要为晶体糖和部分果葡糖浆，主要在开化工厂完成，2025 年舟山玉米精加工项目投产后，公司开化工厂、舟山工厂合计拥有晶体糖产能约 40 万吨，液体糖产能约 80 万吨。舟山玉米精加工项目是华康既有产业布局的延伸：1）精加工项目落地后，公司具备了玉米精加工能力，只需要采购玉米而非玉米淀粉，可以将玉米加工这部分的利润纳入体内；2）精加工项目落地后，公司也具备生产抗性糊精、食品级变性淀粉、阿洛酮糖等高毛利产品的技术能力，助力公司拓展功能糖其他品类市场，抬升产品结构。

舟山项目纳入玉米精加工，增厚盈利

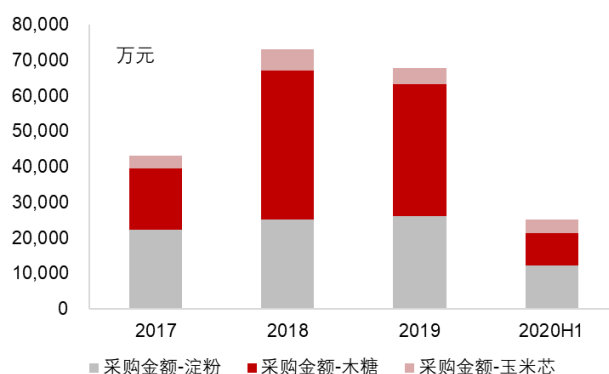
舟山项目落地后，玉米而非淀粉作为生产起点，盈利增厚。根据历史数据，淀粉采购金额占华康收入比重近 25%，是公司成本的主要构成项，是生产晶体山梨糖醇、麦芽糖醇及液体糖（果葡糖浆等）的主要原料，根据近期公开数据，玉米淀粉较玉米每吨贵 400 元人民币，我们经过测算，若舟山工厂全部以玉米作为生产起点，将上述玉米加工环节利润纳入后（若不考虑舟山工厂至开化工厂的运输成本及公司将玉米加工至淀粉的工费），公司晶体山梨、晶体麦芽糖醇及液体糖毛利率理论最多增厚近 7pct，理论最多可推动公司整体毛利率上行近 4pct。

图 33：淀粉占华康收入比重在 20-25%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 34：公司后续无需采购淀粉，采购整玉米（含玉米芯及玉米颗粒）即可

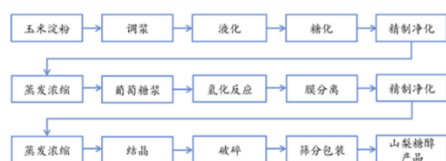


数据来源：Wind，东方证券研究所

注：淀粉是玉米颗粒加工而成

图 35：产业链向上游延伸，将玉米加工这个环节纳入华康体内

山梨糖醇生产工艺流程



果葡糖浆生产工艺流程

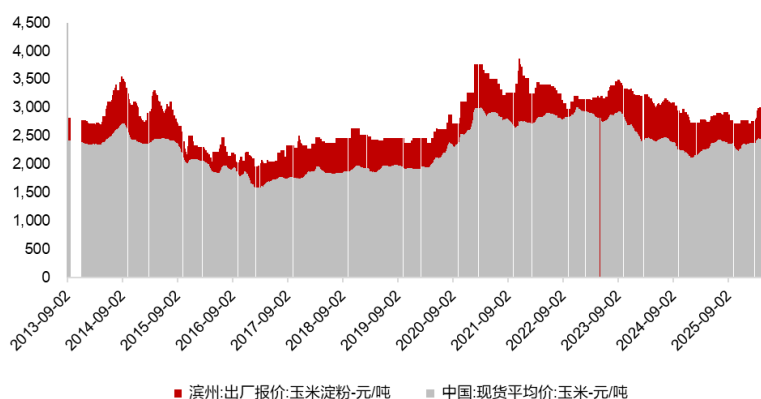


麦芽糖醇生产工艺流程



数据来源：华康招股书，东方证券研究所

图 36：玉米精加工项目投产后，玉米和玉米淀粉之间的价差可以收回到华康加工链内部，增厚盈利能力



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 9：若将玉米加工到淀粉的利润纳入，华康盈利能力有望显著改善

	估测收入占比	直接原料成本-亿元	估测加工利差-亿元	增厚毛利率	对整体毛利率贡献
晶体糖-木糖醇	20%	3.62	NA		
晶体糖-山梨糖醇	16%	3.02	0.45	7%	1.1%
晶体糖-麦芽糖+赤藓糖醇	12%	2.17	0.33	7%	0.8%
液体糖（果葡糖浆，其他液体糖）	36%	6.63	0.99	7%	2.4%
主营业务	84%			4%	

数据来源：Wind，东方证券研究所；

注：测算毛利率提升空间为上限，没有将玉米到淀粉环节的加工费及运费纳入考虑；

注：木糖醇主要原料为玉米芯，不参与玉米淀粉加工环节

做好技术储备，拓品可期

舟山工厂除了实现玉米精加工能力外，也为公司拓展品类提供空间。根据公司转债说明书，舟山项目落地后，考虑到原料的复用性和生产线的可调整能力，公司也将拥有食品级变性淀粉、结晶甘露糖醇、阿洛酮糖的生产能力，以及聚葡萄糖、抗性糊精的生产能力，我们认为，伴随公司寻找到稳定的下游需求，上述单品有望实现生产及销售，考虑到上述单品的毛利较高，公司产品结构有望持续上移。

表 10：根据转债说明书，舟山工厂落地后，具备生产能力的品类、产能及其销售规模

类目	产品	新增产能（万吨）	不含税单价（元/吨）	估测销售收入（亿元）
变性淀粉	食品级变性淀粉	7.55	8000	6.04
甜味剂	结晶甘露糖醇	2	17000	3.4
甜味剂	结晶阿洛酮糖	4	16500	6.6
膳食纤维	聚葡萄糖	6	7080	4.25
膳食纤维	抗性糊精	3.5	20000	7

数据来源：华康转债说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议及盈利预测

首次覆盖，给予“买入”评级，目标价27元。预计公司2026-2028年EPS分别为0.5元、1.12元、2.25元，考虑到公司所处行业为周期性行业，以远期盈利给予估值，按公司2028年盈利，参考可比公司平均，给予12X动态PE，对应目标价为27元。

收入拆分：

1) 晶体糖业务：预计晶体糖业务2026-28年收入分别为21.3亿/24.8亿/29.8亿，同比+7%/+17%/+20%，主要受益于单品放量及单价回暖。尽管有原料成本上行挑战，但考虑到单价回暖及舟山工厂具备玉米精深加工能力，预计公司晶体糖业务2026-28年毛利率分别为21.7%/25.4%/32.1%。

2) 液体糖业务：预计液体糖业务2026-28年收入分别为26.3亿/30.0亿/33.6亿，同比+27%/+14%/+12%，主要受益于单品放量。尽管有原料成本上行挑战，但考虑到舟山工厂具备玉米精深加工能力，预计公司液体糖业务2026-28年毛利率分别为4.4%/6.4%/8.2%。

费用率：考虑到公司加杠杆扩产告一段落，有息负债绝对值或不再大规模增加，我们预计2026-28年财务费用占公司收入比重将持续回落；考虑到公司液体糖和晶体糖在2026-28年仍处于放量阶段，预计2026-28年折旧、摊销占收入比重将持续回落，驱动管理费用率回落，公司客户结构相对稳定，预计期间销售费用率保持相对平稳。

表 11：公司收入拆分及盈利能力预测

晶体糖（木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇）	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入-百万元	1,669	1,914	1,943	1,983	2,129	2,482	2,976
yoy-收入		15%	2%	2%	7%	17%	20%
毛利率（%）	26.7%	28.9%	26.2%	26.7%	21.7%	25.4%	32.1%
液体糖：果葡糖浆+液体糖醇、糖浆（液体山梨、液体麦芽及其他多元醇、葡萄糖浆、麦芽糖浆）	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入-百万元	512	680	755	2,063	2,629	2,997	3,356
yoy-收入		33%	11%	173%	27%	14%	12%
毛利率（%）	7.8%	8.8%	9.5%	1.4%	4.4%	6.4%	8.2%
其他业务（副产品及热电厂）	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入-百万元	19.0	188.7	110.4	112.5	140	160	180
成本-百万元	0.3	128.8	80.0	69.0	80	90	100
毛利率（%）		32%	28%	39%	43%	44%	44%

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 12：可比公司及估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
金禾实业	002597	20.28	0.61	1.19	1.47	1.70	33	17	14	12
安琪酵母	600298	36.22	1.78	2.14	2.45	2.76	20	17	15	13
百龙创园	605016	26.51	0.88	1.17	1.52	1.94	30	23	17	14
晨光生物	300138	10.49	0.76	0.89	1.09	1.31	14	12	10	8
	最大值						33	23	17	14
	最小值						14	12	10	8
	平均数						24	17	14	12

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) **食品安全：**食品安全问题可能对公司声誉造成明显影响；
- 2) **销量不及预期：**1、国际贸易摩擦或扩大关税制裁的范围，公司在核心出口市场欧洲、美洲及东南亚市场的销售可能受到不利影响；2、因为产能限制等因素或导致液体糖无法持续放量；3、公司主要客户变动导致晶体糖出口量下降；
- 3) **晶体糖价格提升力度及时间不及预期：**甜味剂的消费结构可能发生变化，竞品存在替代性，导致产能退出滞后，晶体糖价格拐点晚于预期，或提升空间有限，影响公司毛利率抬升；
- 4) **成本长期高位运行：**极端天气或地缘冲突对玉米供需的影响或持续，若成本在 2027 年后依旧呈现趋势性攀升或长期高位运行，或导致公司毛利率改善不及预期。
- 5) **玉米加工成本抬升：**公司对玉米的加工能力出现大的变化导致加工成本显著提升，影响公司毛利率提升。
- 6) **假设条件变化：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。
- 7) **统计误差风险：**代糖行业较小，本报告中的研究判断及估测部分基于行业交流信息整理，相关信息可能存在来源局限性，据此得出的统计结果或存在一定误差。

表 13：不同情境下公司的盈利能力变化参考

情景：2028 年液体糖毛利率不变，晶体糖毛利率变化	晶体糖毛利率	毛利率-2028E	净利率-2028E	净利润（亿元）-2028E
	34.5%	21.5%	11.7%	7.74
	33.4%	20.8%	11.1%	7.28
	32.1%	20.2%	10.5%	6.82
	30.9%	19.5%	9.8%	6.36
	29.6%	18.8%	9.2%	5.9

情景：2028 年晶体糖毛利率不变，液体糖毛利率变化	液体糖毛利率	毛利率-2028E	净利率-2028E	净利润（亿元）-2028E
	10.1%	21.1%	11.4%	7.4
	9.2%	20.6%	10.9%	7.11
	8.2%	20.2%	10.5%	6.82
	7.3%	19.7%	10.0%	6.53
	6.4%	19.2%	9.6%	6.24

数据来源：Wind，东方证券研究所测算

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	434	1,159	955	1,441	1,799	营业收入	2,808	4,189	4,897	5,639	6,512
应收票据、账款及款项融资	769	694	1,004	1,094	1,205	营业成本	2,197	3,559	4,260	4,749	5,200
预付账款	35	21	49	56	65	销售费用	52	53	59	68	78
存货	697	769	852	712	728	管理费用	134	113	122	135	156
其他	640	774	808	865	865	研发费用	128	145	171	197	228
流动资产合计	2,575	3,416	3,668	4,169	4,662	财务费用	8	96	122	115	92
长期股权投资	93	74	90	60	70	资产、信用减值损失	17	19	12	11	13
固定资产	2,254	3,505	3,237	2,990	2,740	公允价值变动收益	(4)	4	5	5	5
在建工程	1,322	278	310	362	514	投资净收益	22	17	22	20	17
无形资产	306	298	291	284	277	其他	(0)	4	(9)	(16)	(24)
其他	442	470	411	343	286	营业利润	289	229	169	372	744
非流动资产合计	4,417	4,624	4,338	4,039	3,887	营业外收入	1	3	1	1	1
资产总计	6,992	8,040	8,007	8,208	8,549	营业外支出	4	6	4	3	3
短期借款	150	704	600	500	450	利润总额	287	226	166	370	742
应付票据及应付账款	1,046	1,199	1,576	1,662	1,664	所得税	18	23	15	30	59
其他	477	531	409	387	332	净利润	269	203	151	340	683
流动负债合计	1,673	2,434	2,586	2,549	2,445	少数股东损益	0	2	0	0	1
长期借款	697	880	880	880	880	归属于母公司净利润	268	200	151	340	682
应付债券	1,163	1,230	1,230	1,230	600	每股收益（元）	0.89	0.66	0.50	1.12	2.25
其他	204	241	217	227	227	主要财务比率					
非流动负债合计	2,064	2,351	2,327	2,337	1,707		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	3,737	4,785	4,913	4,886	4,153	成长能力					
少数股东权益	12	14	14	15	16	营业收入	0.9%	49.1%	16.9%	15.1%	15.5%
实收资本（或股本）	306	303	303	303	333	营业利润	-32.3%	-20.7%	-26.6%	121.0%	99.8%
资本公积	1,379	1,391	1,427	1,427	2,027	归属于母公司净利润	-27.7%	-25.4%	-24.7%	125.5%	100.5%
留存收益	1,363	1,351	1,350	1,577	2,021	获利能力					
其他	196	196	0	0	0	毛利率	21.8%	15.0%	13.0%	15.8%	20.2%
股东权益合计	3,255	3,255	3,094	3,322	4,396	净利率	9.6%	4.8%	3.1%	6.0%	10.5%
负债和股东权益总计	6,992	8,040	8,007	8,208	8,549	ROE	8.5%	6.2%	4.8%	10.6%	17.7%
现金流量表						ROIC	5.1%	4.9%	4.3%	7.4%	12.2%
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力					
净利润	269	203	151	340	683	资产负债率	53.4%	59.5%	61.4%	59.5%	48.6%
折旧摊销	218	297	310	311	315	净负债率	55.4%	60.4%	63.2%	41.2%	6.4%
财务费用	8	96	122	115	92	流动比率	1.54	1.40	1.42	1.64	1.91
投资损失	(22)	(17)	(22)	(20)	(17)	速动比率	1.12	1.09	1.09	1.36	1.61
营运资金变动	(137)	200	(112)	20	(139)	营运能力					
其它	(190)	(354)	(32)	15	(5)	应收账款周转率	5.3	6.6	6.7	6.1	6.5
经营活动现金流	146	424	418	781	928	存货周转率	4.5	4.9	5.3	6.1	7.2
资本支出	(1,977)	(465)	(52)	(102)	(202)	总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
长期投资	1	20	(16)	30	(10)	每股指标（元）					
其他	390	(104)	(101)	104	72	每股收益	0.89	0.66	0.50	1.12	2.25
投资活动现金流	(1,586)	(549)	(169)	32	(140)	每股经营现金流	0.48	1.40	1.38	2.58	2.79
债权融资	38	333	(110)	0	(680)	每股净资产	10.70	10.69	10.16	10.91	14.45
股权融资	49	9	36	0	630	估值比率					
其他	(397)	(285)	(378)	(328)	(380)	市盈率	20.2	27.1	36.0	16.0	8.0
筹资活动现金流	(311)	57	(452)	(328)	(430)	市净率	1.7	1.7	1.8	1.6	1.2
汇率变动影响	11	6	-0	-0	-0	EV/EBITDA	14.7	12.2	12.6	9.5	6.6
现金净增加额	(1,739)	(61)	(203)	486	358	EV/EBIT	25.4	23.3	26.0	15.5	9.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。