

花园集团有限公司

主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕11298号

联合资信评估股份有限公司通过对花园集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十二月六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受花园集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2024 年 12 月 06 日至 2025 年 12 月 05 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



花园集团有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AA ⁺ /稳定	2024/12/06

主体概况

花园集团有限公司（以下简称“公司”）是一家多元化民营集团企业，截至 2024 年 9 月底，公司股东为邵钦祥及邵鸿轩两位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。公司主营业务涵盖生物与医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑、旅游教育卫生，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为一般工商企业。

评级观点

近年来，公司经营格局保持稳定，治理结构及管理制度较为完善，但管理高度集中，治理管理水平一般；经营方面，公司下属生物医药板块经营实体浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“花园生物”）作为全球重要的维生素 D3 生产供应商之一，产业链优势明显，在生物医药细分行业具备突出的竞争优势，但利润水平受维生素 D3 价格变化的影响而有所波动；公司新能源与新材料业务经营实体花园电气材料有限公司在铜棒（排）材企业中排名前列，在锂电铜箔和电子电路铜箔方面实现了产能布局，需关注高性能铜箔在建项目后续产能效益释放情况；公司所拥有的花园红木家具市场一至六期市场群是国内领先的专业红木家具批发市场，在木材和金属矿产贸易规模持续增长带动下，红木家具产业链业务收入保持增长，但需关注红木家具市场租金收益有所下降的情况；受房地产市场下行影响，公司主动收缩新建材与建筑板块业务规模，收入结转有所下降，应收账款及存货仍存在一定资金占用。财务方面，2021—2023 年，公司营业收入规模保持增长，受主要业务板块盈利水平降低影响，利润总额持续下降，盈利指标有所弱化但仍处于较强水平；资产总额保持增长，资产受限规模较大，流动性一般；随着未分配利润的累积和股东注资到位，公司所有者权益保持增长，权益结构稳定性一般；项目建设持续投入不断推升债务规模，债务结构以短期债务为主；偿债指标整体表现良好，未使用授信额度较充裕。

个体调整：公司在建生物医药相关项目未来达产后有望成为公司新的业绩增长点。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司优化升级主业相关产业，逐步实现产业结构的科技化与规模化，公司综合竞争力有望提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量显著提升；公司技术取得重大突破，使得产品盈利能力和市场竞争力大幅提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司在建项目或研发投入出现重大损失或效益不及预期；实际控制人或重要股东发生严重信用风险事件，对公司的经营和融资构成重大不利影响；核心子公司控制力下降或划出等。

优势

- **公司多元化的产业格局有利于分散经营风险。**近年来，公司保持生物与医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑、旅游教育卫生的多元化经营产业格局，有利于分散经营风险，减少对单一行业的依赖。
- **公司生物与医药业务在细分行业具备突出的竞争优势。**公司以花园生物为经营主体的生物与医药业务在产业链完整度、市场占有率和研发实力等方面具备突出的竞争力，基本形成了从上游原材料到下游产品的维生素 D3 全产业链布局，维生素 D3 和羊毛脂胆固醇市场份额居于全球领先地位；此外，公司心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品亦具备竞争优势。
- **权益规模保持增长。**2021—2023 年底，随着未分配利润积累和股东注资到位，公司所有者权益保持增长态势。截至 2023 年底，公司所有者权益为 169.56 亿元，较上年底增长 9.00%。

关注

- **盈利指标有所弱化。**2021—2023 年，受维生素行业供需关系失衡、维生素 D3 产品价格下跌，叠加铜加工单价及铜贸易利差变化等因素影响，公司营业利润率逐年下降，分别为 6.40%、5.67%和 4.52%，利润总额年均复合下降 24.48%，净资产收益率等指标亦有所弱化。
- **债务规模有所增长，资产受限规模较大，资产流动性一般。**2021—2023 年底，公司有息债务年均复合增长 12.24%至 120.08 亿元，债务结构以短期债务为主（2023 年底占 75.27%）。公司受限资产规模大，2023 年底受限资产合计 93.42 亿元，占资产总额的 28.76%；此外，公司间接持有的花园生物股份部分用于质押（未解质押占所持股份总数的 51.67%），整体资产流动性一般。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	4
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa
个体调整因素：项目投产				+1
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：个体指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

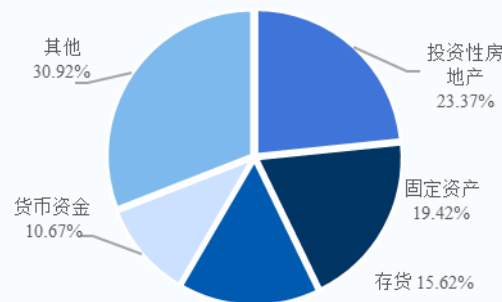
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	25.78	23.36	35.50	36.02
资产总额（亿元）	279.50	299.52	324.81	337.70
所有者权益（亿元）	146.85	155.56	169.56	177.08
短期债务（亿元）	70.75	79.44	90.38	91.13
长期债务（亿元）	24.57	25.81	29.70	38.07
全部债务（亿元）	95.32	105.25	120.08	129.20
营业总收入（亿元）	342.71	397.88	431.02	404.88
利润总额（亿元）	13.94	10.74	7.95	8.65
EBITDA（亿元）	21.85	18.54	15.27	--
经营性净现金流（亿元）	7.15	15.90	13.52	6.35
营业利润率（%）	6.40	5.67	4.52	4.02
净资产收益率（%）	7.24	5.48	3.74	--
资产负债率（%）	47.46	48.06	47.80	47.56
全部债务资本化比率（%）	39.36	40.36	41.46	42.18
流动比率（%）	114.10	106.27	109.94	120.49
经营现金流动负债比（%）	7.65	15.34	12.18	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.29	0.39	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	4.73	4.44	4.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.36	5.68	7.86	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	87.47	90.40	97.30	99.34
所有者权益（亿元）	32.67	33.49	39.51	40.76
全部债务（亿元）	28.11	16.91	20.18	22.98
营业总收入（亿元）	23.70	28.81	26.07	27.51
利润总额（亿元）	8.63	0.94	0.75	1.26
资产负债率（%）	62.65	62.95	59.40	58.97
全部债务资本化比率（%）	46.25	33.55	33.81	36.05
流动比率（%）	97.73	85.98	90.89	83.63
经营现金流动负债比（%）	13.16	37.22	2.54	--

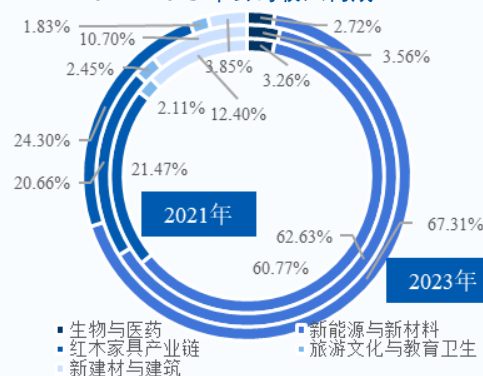
注：1. 公司 2024 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务及相关债务指标核算；4. “--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告和财务报表整理

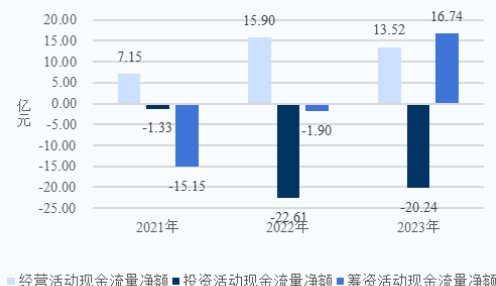
2023 年底公司资产构成



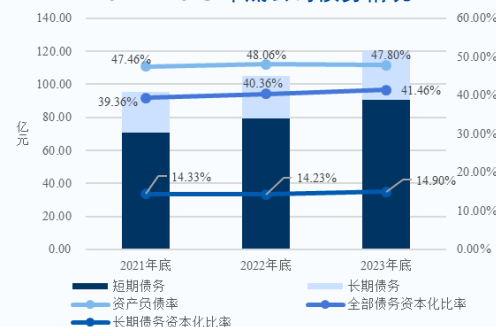
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务 资本化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AA ⁺	324.81	169.56	431.02	7.95	4.52	47.80	41.46	7.86	4.16
东阳光实业	AA ⁺	801.35	292.81	332.31	15.43	32.14	63.46	57.25	6.60	2.47

注：深圳市东阳光实业发展有限公司简称为东阳光实业
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺ /稳定	2024/07/17	郭察理 李上	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
AA ⁺ /稳定	2017/06/19	刘晓濛 方晓 闫旭	制造企业信用分析要点（2014） 综合类企业信用打分模型（2016 年）	阅读全文
AA/稳定	2014/12/30	田甜 靳晓龙	制造企业信用分析要点（2014）	阅读全文
AA/稳定	2012/12/03	赵杰 田甜	资信评级原理（2009）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨学慧 yangxh@lhratings.com

项目组成员：李成帅 lics@lhratings.com | 李 上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）于1995年1月16日在杭州市工商行政管理局登记注册，初始注册资本为5970.80万元人民币，出资人为邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司工会。经过多次股权转让与增资，2003年公司股东会决议同意股权变更，股东变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女）。2012年5月14日，公司由“花园工贸集团有限公司”更名为“花园集团有限公司”。2014年4月，原股东邵燕青将其持有的公司20%股权转让给邵剑芳（邵钦祥之女）。2021年3月15日，公司原股东邵剑芳将所持有的20%股权转让给邵鸿轩（邵钦祥之子）。2023年1月，邵燕芳将持有公司20%的股权以20000万元的价格转让给邵鸿轩。2023年7月，公司股东以货币资金投入的形式，增加公司注册资本50000万元，增资后注册资本增至150000万元，其中邵钦祥和邵鸿轩出资占比分别为60%和40%，此次增资已实缴到位并于2023年7月31日办理了工商变更登记。截至2024年9月底，公司注册资本和实收资本均为人民币15.00亿元，公司股东为邵钦祥和邵鸿轩两位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。

公司主业包括生物与医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑、旅游教育卫生，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至2024年9月底，公司本部下设总裁办公室、人力资源部、财务管理部、资金管理部、报社、企业文化研究中心、信息管理部、车辆管理处、企业发展部、基建管理处、市场管理办公室等部门（见附件1-2）。

截至2023年底，公司合并资产总额324.81亿元，所有者权益169.56亿元（含少数股东权益28.09亿元）；2023年，公司实现营业总收入431.02亿元，利润总额7.95亿元。

截至2024年9月底，公司合并资产总额337.70亿元，所有者权益177.08亿元（含少数股东权益30.41亿元）；2024年1—9月，公司实现营业总收入404.88亿元，利润总额8.65亿元。

公司注册地址：浙江省东阳市南马镇花园村花园；法定代表人：邵钦祥。

二、宏观经济和政策环境分析

2024年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月、7月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024年前三季度国内生产总值949746亿元，同比增长4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在5.0%增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照9月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年三季度报）](#)》。

三、行业分析

1 维生素行业

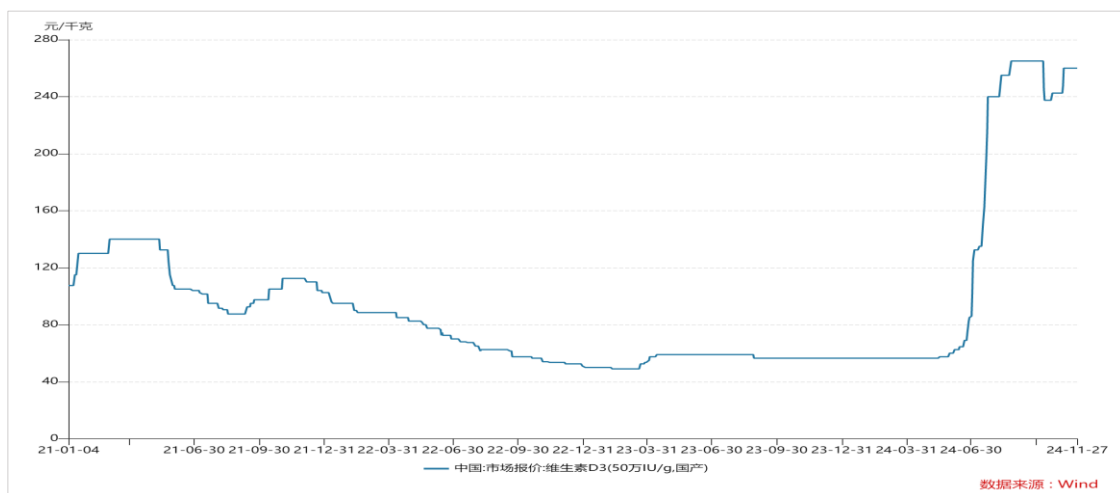
2023年，受宏观经济环境波动、行业竞争、下游需求扰动等因素影响，部分维生素产品价格低位运行；受行业竞争激烈和环保标准趋严等因素影响，行业内企业经营压力较大；2024年下半年以来，产品价格明显回升，企业经营压力有所缓解。

维生素作为生物体内必需的一大类营养素，是人类及动物永久性的消费品。维生素下游行业为饲料、医药及食品行业，下游消费结构相对稳定。根据博亚和讯统计，每年全球用量万吨以上的有维生素C、维生素E、维生素B3、维生素A和维生素B5等品种。不同的维生素其下游消费结构存在较大差异，如维生素C主要用于食品和医药领域，很少用于饲料领域；维生素D3主要用于饲料，而较少用于食品和医药领域。

饲料级维生素 D3 产品市场呈现一定的周期性，其波峰波谷出现的时点及持续时间受国内外宏观经济环境及行业自我调整等诸多因素共同影响，这种周期性主要体现为行业产能增减变化及产品价格涨跌。维生素 D3 生产企业较多，2020—2021 年持续超卖，2022 年市场价格震荡下跌至较低水平，部分企业处于亏损状态，产销量下降；2023 年维生素行业产能惯性释放，供过于求形势加剧，行业竞争加剧，市场价格持续下探，多数产品跌入亏损区间。同时，受下游养殖亏损影响，饲料企业为压缩成本，对维生素 D3 仅保留刚性添加量，饲料中维生素用量不断压缩。2023 年，维生素 D3 价格保持低位震荡，年底为 56.5 元/千克。进入 2024 年以来，随着下游饲料市场需求转暖，叠加国家质量标准、环保及安全政策因素影响，维生素 D3 价格有所恢复，截至 2024 年 6 月底回升至 85 元/千克；7 月份开始从 86 元/千克大幅升高至 8 月底 262.12 元/千克，此后在高位震荡。

行业竞争方面，维生素产品价格波动较大，每一次大幅涨跌的过程中，行业中的生产厂商也经历着更替、兼并整合、转型升级等过程。经过较长时间的发展和磨合，目前维生素行业总体形成了寡头垄断的格局，行业集中度较高，各个细分产品中一般都存在 3~5 个具有垄断性公司占据全球超过 80% 的市场份额。行业关注方面，第一，环保标准的趋严对于维生素生产企业的技术水平、资金投入都提出更高要求，若企业环保不达标则可能面临被淘汰的风险。第二，由于维生素细分产品市场规模较小，易受到供给端和原材料成本的影响，造成价格波动剧烈，对企业盈利有着重大影响。第三，由于维生素产品主要用于饲料生产，且出口比例较高，需关注下游需求变化、国际贸易摩擦以及汇率波动风险。

图表 1 • 中国维生素 D3 价格走势（单位：元/千克）



资料来源: Wind, 联合资信整理

2 贸易行业

进出口贸易方面，2024 年前三季度，全球经济整体企稳复苏，国内经济基本面保持稳定，中国进出口贸易总额稳定增长；出口增速受全球主要国家经济变化影响较大，国内房地产市场仍在探底，中国进口增速明显回落。中国进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对美欧等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；大宗商品如铁矿砂、煤、天然气等进口量同比增加。

大宗商品贸易方面，2024 年前三季度，中国固定资产投资增速 3.4%，增速放缓，中国房地产开发投资尚未出现明显好转迹象，景气度仍较低，基建投资增速未达预期。受地缘政治、原油供应及对美联储降息预期增长等多方面的影响，原油价格经历了两次冲高回落的行情；钢材价格受国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受供需格局仍偏宽松影响，整体呈下跌态势。

预计 2024 年第四季度，外部环境更趋复杂严峻，主要经济体持续增长动能不足；特朗普宣称对从中国进口的商品加征高额关税，贸易摩擦对中国出口的影响可能在明年一季度出现，这一不确定性可能继续推动美国企业的补库存和抢出口动能，有利于第四季度中国贸易出口情况。但长期来看，贸易摩擦的不确定性将很快落地，可能对中国出口产生冲击。房地产市场持续调整，基建增速有限，内需偏弱或将持续，导致进口增速处于相对偏低水平。大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见《2024 年前三季度贸易行业研究》。

四、基础素质分析

1 竞争实力

近年来，花园集团保持生物与医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑、旅游教育卫生的多元化经营格局，在生物医药细分行业具备突出的竞争力。

成立以来，公司形成了生物与医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑、旅游教育卫生的多元化经营格局。2023 年，公司在全国工商联发布的 2023 年中国民营企业 500 强排行榜中位列第 308 位，位列浙商全国 500 强第 62 位、中国制造业企业 500 强第 295 位、浙江省百强企业第 65 位、浙江省民营企业 100 强第 51 位、浙江省制造业百强企业第 40 位。

生物医药方面，公司下属浙江花园生物医药股份有限公司（以下简称“花园生物”，股票代码为“300401.SZ”）是生物医药板块运营主体，于 2014 年 10 月 9 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市。花园生物是国内提供维生素 D3 上下游系列产品种类最多的生产厂商，围绕“打造完整的维生素 D3 上下游产业链”的整体战略，以维生素 D3 产品为基础，上游原材料方面发展胆固醇、精制羊毛脂；下游应用方面发展 25-羟基维生素 D3、活性维生素 D3 系列药物，进入医药保健品领域，已基本完成了维生素 D3 全产业链的布局。花园生物维生素 D3 在全球市场份额约为 30%，NF 级羊毛脂胆固醇在全球市场份额约为 70%，是中国境内规模最大的羊毛脂胆固醇和 25-羟基维生素 D3 供应商。花园生物现有三大核心生产工艺：维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺，分别荣获国家科技进步二等奖、国家技术发明二等奖、中石化联合会技术发明一等奖等，均处于国际领先水平。花园生物建立了浙江省维生素类食品药品重点企业研究院、国家示范院士专家工作站、国家级博士后工作站。

医药制造方面，花园生物全资子公司浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）专注于心血管、神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品的研发、生产和销售，主要产品缙沙坦氢氯地平片(I)、多索茶碱注射液、左氧氟沙星片、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊、多巴丝肼片取得药品注册证书（视同通过一致性评价）或补充申请批准通知书，其中 6 个产品分别成功入选国家或地方集采。近年来，公司持续投入构建研发平台，与多个外部研发机构保持密切合作，研发实力强。公司现设有七家研发中心，包括六家省级研发中心，研发人员均具有丰富的实践经验和较高的研发及创新能力，并与中科院、浙江大学等科研院所保持密切的合作关系。截至 2024 年 9 月底，公司间接持有花园生物股权 14437.64 万股（期末参考市值 21.50 亿元），占其股份总数的 26.57%；其中未解质押数量 7460.00 万股，占所持股份总数的 51.67%。

建筑板块方面，公司现有房屋建筑施工总承包一级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包三级资质；通过了 ISO9001：2000 质量管理、ISO14001：2004 环境管理和 GB/T28001：2001 职工健康安全管理体系认证。

红木家具产业方面，公司所拥有的花园红木家具市场一至六期市场群是国内领先的专业红木家具批发市场，在全国确立了红木家具专业批发市场和红木产业集聚地的地位。

新能源方面，子公司浙江花园新能源有限公司（以下简称“花园新能源”）的高性能铜箔项目一期引进日本锂电池铜箔专用生产设备、高性能电子电路铜箔生产线和技术，市场定位于高性能、超薄铜箔（以 6—8 微米为主），下游行业包括高端动力锂电池、5G 高速通讯印刷线路板、集成电路载板、汽车线路板、挠性线路板等。

图表 2 • 公司下属主要控股公司情况（单位：亿元）

子公司全称	简称	持股比例	业务性质	2023 年				2024 年 1—9 月			
				资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
浙江花园生物医药股份有限公司	花园生物	26.57%	生物医药	52.61	28.93	10.95	2.11	55.30	31.41	9.38	2.73
浙江花园电气材料有限公司	花园电气	100.00%	新能源与新材料	41.02	16.03	150.97	2.20	44.37	16.36	128.52	1.74
浙江花园进出口有限公司	花园进出口	100.00%	红木家具产业链	19.81	8.12	66.53	1.03	21.25	8.30	61.05	0.91
浙江花园建设集团有限公司	花园建设	100.00%	新建材与建筑	31.17	22.14	25.83	1.39	30.90	22.70	14.95	0.76
浙江花园新能源股份有限公司	花园新能源	79.59%	锂电铜箔	26.74	9.36	17.06	0.44	28.00	9.73	16.63	0.43

注：2024 年 6 月，公司子公司浙江花园铜业有限公司更名为浙江花园电气材料有限公司，已完成工商变更
资料来源：公司提供

2 人员素质

公司人员结构合理，能够满足日常生产经营管理需要。

截至 2024 年 9 月底，公司董事、监事和高级管理人员合计 6 人。公司董事会由 3 人组成，包括董事长兼任总裁 1 名、董事兼任副总裁 1 名、董事兼任财务总监 1 名；公司不设监事会，设监事 1 名；公司经理层由 2 人组成，包括执行总裁 1 名，常务副总裁 1 名。

公司董事长、总裁、党委书记邵钦祥，男，1954 年 9 月生，高级经济师，中共党员，现兼任花园村党委书记、金华市工商联副主席、浙江省中小企业协会会长、浙江省新农村建设促进会副会长、浙江省第十二届人大代表、中国村社发展促进会副会长；曾任花园村生产队长、村委会主任、村党支部书记、花园服装厂厂长、东阳市花园工业公司总经理兼党组负责人。

公司执行总裁朱建星，男，1968 年 10 月生，高级经济师，中共党员。1986 年至今在花园集团工作，历任花园洗衣厂厂长，花园电子器材厂厂长，花园服装厂厂长，花园集团驻杭州办事处主任。

截至 2024 年 9 月底，公司拥有在职员工 7135 人，员工结构见下表。公司员工队伍教育水平较高，岗位和年龄结构合理，能够满足公司日常经营管理需要。

图表 3 • 截止 2024 年 9 月底公司人员结构

岗位类别	员工数	教育类别	员工数	年龄类别	员工数
生产人员	3498	博士	39	35 岁以下	3237
销售人员	933	硕士	197	35 至 45 岁	3065
技术人员	968	本科	2939	45 岁以上	833
财务人员	507	大专	2266	--	--
行政人员	514	大专及以下	1694	--	--
其他	715	--	--	--	--
合计	7135	合计	7135	合计	7135

资料来源：公司提供

3 信用记录

公司本部债务履约情况良好。

信用记录方面，根据公司提供的企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：911100007109225442），截至 2024 年 12 月 4 日，公司本部无未结清的不良信贷记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 12 月 4 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

五、管理分析

公司建立了符合相关法律法规要求的法人治理结构，并制订了较为完善的内部控制及管理制度，但作为家族式企业，决策权、管理权高度集中，存在一定决策风险；此外，公司对下属部分子公司的持股存在股权代持情况。综合来看，公司治理管理水平一般。

1 法人治理

公司按照《公司法》《证券法》以及《公司章程》等法律、法规及规范性文件的要求，建立了由公司股东会、董事会、监事和经营管理层组成的规范的法人治理结构。公司的权力机构是股东会，公司的管理实行董事会领导下的总经理（总裁）负责制。董事会成员 3 人，对股东会负责，公司董事由股东会选举产生，其中设董事长 1 人。公司不设监事会，设监事 1 人，由非职工代表担

任，经股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司作为家族式企业，决策权和管理权高度集中，对公司管理的科学性和民主性具有一定影响。

2 管理水平

公司制定了《花园集团有限公司管理规章》，同时制定并不断完善了包括预算管理、财务管理、内部审计、采购管理、投资管理、融资及资金管理、下属企业管理等在内的一系列详细的内部控制制度。

预算管理方面，公司制定了《预算管理制度》。该制度规定，公司及各成员企业均成立预算委员会来负责预算的编制、审批、执行、控制、调整、考核及监督执行以及客观评价。在组织机构与职能方面，公司建立由各预算责任部门、集团预算管理委员会、董事会构成的三级预算管理体系。该制度从策略计划、目标设定、经营预算、资本预算、财务预算和预算说明书等方面详细规定了预算管理的内容，明确了预算编审的程序，并在预算的执行、调整与考核方面做出具体的规定。

财务管理方面，公司从资金筹集与管理、现金管理、存货管理、资产管理、利润核算管理、费用开支管理、财务报表及其他相关管理七个方面制定了细致严格的财务管理制度，规定公司及下属企业（不包含上市公司）资金由公司集中调剂，公司各下属企业在原开户行开设基本结算账户，同时在公司资金管理部开设资金二级账户，用于资金进出和结算。

投资管理方面，为加强投资项目决策与管理的规范性，明确各部门的投资管理职责，实现提高投资效益、降低投资风险、有效分权治理、避免决策失误，公司规定各下属企业新建、技改和对外投资项目，必须先报企业发展部调研论证，后报集团分管领导审查，再报执行总裁、董事长审批后方可实施。

融资及资金管理方面，公司为了加强对融资业务的控制，降低融资成本，有效防范资金管理风险，专门制定了融资管理制度。集团对下属各级公司采取严格的控制，对外融资统一由集团资金部、财务部统筹，并成立专门团队负责与金融机构对接，结合下属企业的实际生产经营情况设计融资结构与品种，并由集团统一汇总后与银行达成整体授信合作。在授信到位后，集团按照各下属企业上报的资金需求，严格遵照银行相关规定进行资金的投放。上市公司花园生物独立进行融资安排。

下属企业管理方面，公司对下属企业实行资产经营责任制。对集团直属的、有经济责任的部门实行相应的考核责任制。但不论何种责任制，资产所有权归公司，经营权属于承包者。经营者对所经营的资产应保值或增值。

此外，公司对下属部分子公司的持股存在股权代持情况，公司委托朱建平、蒋国成和张有明投资浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”），委托邵钦祥、邵鸿轩投资东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”），若名义股东自身出现问题或滥用股东权利，对实际出资人的利益将会造成损害。公司下属花园生物为深交所上市公司，按照《中华人民共和国证券法》《上市公司治理准则》等法律法规要求规范经营管理，联合资信未发现花园生物近三年被证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚的情况。

六、重大事项

2023 年公司股权结构发生变更；股东以货币资金增资，资本实力有所提升。

2023 年 1 月，原股东邵燕芳将所持公司 20% 的股权以 2.00 亿元的价格转让给邵鸿轩。

2023 年 7 月，公司股东以货币资金投入的形式，增加公司注册资本 5.00 亿元，增资后注册资本增至 15.00 亿元。

上述股东变化和增资完成后，邵钦祥直接持有公司 60% 的股权、邵鸿轩直接持有公司 40% 的股权，公司实际控制人仍为邵钦祥。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司多元化经营格局保持稳定，铜加工及贸易业务规模逐年扩增，带动营业总收入持续增长；以花园生物为主体的生物医药业务为公司主要利润来源，但受到维生素行业供需关系失衡影响，该业务毛利率水平下降，叠加铜加工单价及铜贸易利差变化，公司综合毛利率水平下滑。2024 年 1—9 月，公司营业总收入和利润总额同比均有所增长。

经过多年的发展，公司形成了涵盖生物与医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑、旅游教育卫生的多元化经营格局。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 12.15%，主要系新能源与新材料业务收入持续增长所致。分板块来看，新能源与新材料业务为公司主要收入来源，主要由贸易、铜加工和高性能铜箔销售收入组成。2021—2023 年，公司新能源与新材料业务收入持续增长，主要系公司电解铜贸易规模和铜加工业务规模扩大所致。2021—2023 年，公司红木家具产业链业务收入持续增长，主要系木材和金属矿产贸易收入增加所致（该板块贸易品种以木材为主，涵盖金属矿产、化工产品等其他品种）；公司生物与医药业务收入波动增长，其中 2022 年花园药业部分药品中标国家集采，带动该业务收入大幅增长 26.95%，2023 年受维生素行业供需关系失衡以及药品续标价格下降的综合影响，该业务收入同比有所下降；公司新建材与建筑业务收入波动下降，其中 2023 年收入下降明显，主要系宏观经济和地产行业景气度下行影响，公司收缩建工业务规模所致；公司旅游文化与教育卫生业务收入波动增长，在收入构成中占比不大。

毛利率方面，2021—2023 年，公司综合毛利率持续下降。具体来看，2021—2023 年，公司生物与医药业务毛利率持续下降，主要受到维生素行业供需关系失衡、维生素 D3 产品价格下跌叠加 2023 年药品续标价格下降综合影响；公司新建材与建筑业务毛利率波动上升，其中 2023 年毛利率同比提升主要系项目差异所致；公司新能源与新材料业务毛利率持续下降，主要系铜加工单价及铜贸易利差变化所致；公司红木家具产业链业务毛利率持续下降，主要系红木家具市场租金收入受到宏观经济形势影响以及相关产品贸易利差变化所致；旅游文化与教育卫生业务毛利率波动上升，主要受到业务结构变化影响。从毛利润贡献来看，生物与医药业务是公司毛利润的第一大来源，2021—2023 年，该业务毛利润占比分别为 33.88%、39.72%和 34.17%；其次为新能源与新材料业务和红木家具产业链业务，2023 年毛利润占比分别为 24.75%和 17.41%；随着公司收缩建工业务规模，2023 年公司旅游文化与教育卫生业务毛利润占比已超过新建材与建筑业务。

2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 404.88 亿元，同比增长 13.66%，主要源于新能源与新材料板块收入增长；综合毛利率为 4.17%，同比下降 0.57 个百分点；公司实现利润总额 8.65 亿元，同比增长 16.36%，主要受益于期间费用同比压降，以及资产处置收益增加所致。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生物与医药	11.17	3.26%	68.67%	14.18	3.56%	66.08%	11.72	2.72%	59.13%	9.95	2.46%	57.59%
新能源与新材料	208.26	60.77%	2.79%	249.20	62.63%	2.10%	290.11	67.31%	1.73%	270.95	66.92%	1.65%
红木家具产业链	73.57	21.47%	4.53%	82.19	20.66%	4.04%	104.72	24.30%	3.37%	102.87	25.41%	2.77%
旅游文化与教育卫生	7.22	2.11%	31.99%	9.75	2.45%	23.49%	7.87	1.83%	37.87%	5.78	1.43%	39.10%
新建材与建筑	42.49	12.40%	8.28%	42.56	10.70%	7.89%	16.60	3.85%	11.02%	15.33	3.79%	10.18%
合计	342.71	100.00%	6.61%	397.88	100.00%	5.93%	431.02	100.00%	4.71%	404.88	100.00%	4.17%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 生物与医药业务

花园生物维生素 D3 系列产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；花园药业主要产品受国家集采及各省招标政策影响较大。2023 年，受维生素行业供需关系失衡、价格下跌以及药品续标价格下降的综合影响，生物与医药板块收入及利润总额均同比下降。2024 年 1—9 月，随着维生素 D3 价格自 7 月以来大幅上涨，生物与医药板块收入及毛利率水平较上年同期亦有所恢复。

公司生物与医药业务主要由花园生物及其子公司花园药业经营，花园生物食品制造业务主导产品为维生素 D3 上下游系列产品，具体包括维生素 D3、25-羟基维生素 D3 和羊毛脂胆固醇等，其中纯度 95%以上的羊毛脂胆固醇（NF 级胆固醇）是生产维生素 D3 的主要原材料；花园药业主要从事心血管、神经系统等慢性疾病领域复方制剂产品的研发、生产和销售。

2021—2023 年，花园生物营业总收入波动下降，年均复合下降 1.01%。其中，2022 年，花园生物实现营业总收入 14.18 亿元，同比增长 26.95%，利润总额 4.42 亿元，同比下降 24.44%，主要系维生素行业供需关系失衡、价格下跌，叠加金西科技园项目投产，固定资产折旧费用大幅增加综合所致。2023 年，花园生物实现营业总收入 10.95 亿元，同比下降 22.78%，利润总额 2.11 亿元，同比下降 52.30%，主要系维生素行业供需关系失衡、价格低位运行，叠加花园药业部分药品集采到期、续标价格下降所致。2024 年 1—9 月，花园生物实现营业总收入 9.38 亿元，同比增长 4.43%，实现利润总额 2.73 亿元，同比增长 66.02%，主要系维生素销售额增长、花园药业销售市场推广服务费支出同比减少，以及资产处置收益增加综合所致。

图表 5 • 花园生物主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块		2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—9 月	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
食品制造	维生素 D3 及 D3 类似物	4.16	69.09%	3.86	55.47%	3.67	47.89%	4.19	58.40%
	羊毛脂及其衍生品	1.92	44.11%	2.09	36.83%	1.41	33.46%	1.42	23.07%
	小计	6.08	60.45%	5.95	48.93%	5.08	43.90%	5.61	49.44%
药品		4.99	79.14%	8.02	78.55%	5.72	74.05%	3.45	73.59%
其他业务		0.10	45.51%	0.21	73.98%	0.15	59.32%	0.32	45.16%
合计		11.17	69.07%	14.18	66.05%	10.95	59.87%	9.38	58.17%

注：2023 年和 2024 年 1—9 月，公司合并口径生物与医药板块收入高于花园生物收入，差异为子公司浙江福瑞喜药业有限公司的生物制药业务收入
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（1）维生素 D3 系列产品

花园生物及其下属各子公司拥有独立的原材料采购、研发、生产、检测和产品营销体系，可根据自身情况、市场规则及运作机制独立进行经营活动。花园生物生产维生素 D3 系列产品所需主要原材料包括羊毛脂、化工辅助原材料等，其它生产辅助材料为葵花油、金属锂、醋酐、石油醚、甲醇、正己烷等化工用品，均通过招标采购。NF 级胆固醇的原材料为羊毛脂，国内洗毛厂众多，货源充足，作为生产维生素 D3 的主要原材料，花园生物 NF 级胆固醇自行生产，一定程度上缓解其对原材料采购价格的敏感度，有助于成本控制。

花园生物主要产品维生素 D3 及 D3 上下游系列产品包括饲料级维生素 D3、食品级维生素 D3、25-羟基维生素 D3 和羊毛脂胆固醇等。2023 年，受维生素价格下跌的影响，花园生物食品制造板块收入合计 5.08 亿元，同比下降 14.62%，毛利率为 43.90%，同比下降 5.03 个百分点。2024 年 1—9 月，花园生物食品制造板块收入合计 5.61 亿元，同比增长 21.43%，毛利率为 49.44%，较上年同期有所恢复，主要得益于维生素 D3 价格于 2024 年 7 月开始大幅上涨所致。

产能方面，2021—2023 年，花园生物饲料级维生素 D3 粉产能持续提升，25-羟基维生素 D3 产能相对稳定。其中，2023 年，饲料级维生素 D3 粉和 NF 级胆固醇产能显著提升，主要得益于相关募投项目完工投产所致。

销售方面，花园生物维生素 D3 系列产品采取直销为主、代理销售为辅的销售模式。国内销售一般采用先款后货的结算方式；国外销售主要为电汇交割（先款后货）结合部分赊销的结算方式。从具体销量来看，2023 年花园生物饲料级维生素 D3 受行业周期波动最为明显，销量增长的同时销售额有所下降；25-羟基维生素 D3 和 NF 级胆固醇由于国内外生产企业较少，产品价格受行业周期性影响较小，销售额保持稳定或随销量增长。2024 年 1—9 月，花园生物饲料级维生素 D3 销售额随价格升高同比显著增长，25-羟基维生素 D3 受大客户采购需求结构调整影响，销售额同比有所下降。

图表 6 • 花园生物食品制造板块主要产品生产销售情况

产品	类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
饲料级维生素 D3 粉	产能（吨）	2000.00	2400.00	3600.00	2700.00
	产量（吨）	1389.12	1696.23	2186.38	1228.97
	销量（吨）	1551.90	1685.42	1934.19	1548.15
	销售额（亿元）	1.34	1.00	0.86	1.28
25-羟基维生素 D3	产能（吨）	3.41	3.41	3.41	2.56
	产量（吨）	4.04	3.14	4.31	2.43
	销量（吨）	3.53	3.44	3.44	2.00
	销售额（亿元）	1.60	1.60	1.69	0.99
NF 级胆固醇	产能（吨）	200.00	200.00	1200.00	900.00
	产量（吨）	222.18	64.67	501.54	394.03
	销量（吨）	206.81	120.79	256.22	285.23
	销售额（亿元）	1.09	0.65	1.28	1.25

注：NF 级胆固醇销量为对外销量，不含自用
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

花园生物维生素 D3 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；2023 年，花园生物维生素 D3 产品出口占维生素 D3 销售收入的比重为 79.26%。花园生物保持与荷兰帝斯曼 DSM、法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 RITA、以色列 Lycored、荷兰 PROVIMI、荷兰 ORFFA 等核心企业的稳定业务关系，主要客户均为行业内知名经销商或预混料企业。2023 年，花园生物前五名客户销售额共计 3.89 亿元，占销售总额的 35.51%，客户集中度同比变动不大。

（2）花园药业系列产品

花园药业主要从事胶囊剂、片剂、茶剂的制造和销售，拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线，主要产品包括缙沙坦氨氯地平片(I)、多索茶碱注射液、左氧氟沙星片、硫辛酸注射液以及草酸艾司西酞普兰片等。

缙沙坦氨氯地平片(I)用于治疗原发性高血压，是全球一线降压药物之一，长效平稳降压，临床认可度高，2021 年 2 月中选 2021 年第四批国家集采，是唯一入选国家基本药物目录的复方降压制剂。多索茶碱注射液用于治疗支气管哮喘、慢性喘息性支气管炎及其他支气管痉挛引起的呼吸困难，2021 年 1 月通过一致性评价，当年 2 月中选 2021 年第四批国家集采。左氧氟沙星片属于喹诺酮类药物中的一种，具有广谱抗菌作用，是全身抗感染类药物，2021 年 2 月中选 2021 年第四批国家集采，中选周期 3 年；硫辛酸注射液用于治疗糖尿病周围神经病变引起的感觉异常，2021 年 5 月通过一致性评价，当年 6 月中选 2021 年第五批国家集采，中选周期 3 年；草酸艾司西酞普兰片属于抗抑郁症用药，用于治疗抑郁障碍、伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍，2024 年 2 月再次中选广东联盟集团带量采购。

2023 年，药品集采常态化、制度化持续推进，集采到期的品种厂家增多，药品中标的难度加大，续标价格大幅下降，花园生物医药制造业务收入同比下降。2023 年，随着缙沙坦氨氯地平片、多索茶碱注射液两大产品国家集采执行时间的到期，花园药业着力拓展各省组织的接续招标，缙沙坦氨氯地平片累计接续中选省份 26 个；多索茶碱注射液累计接续中选省份 23 个；草酸艾司西酞普兰片累计接续中选省份 20 个。2023 年，花园药业三个新产品获得注册批件，其中多巴丝肼片是国内第一家通过仿制药一致性评价的产品，奥美拉唑碳酸氢钠胶囊中选第九批国家集采。未来随着医保控费政策的持续推进，及部分药品集采即将到期，花园药业药品销售价格及利润空间仍存在被压降的可能性。

图表 7 • 花园药业主要药品及集采中标情况

药品名称	治疗领域	集采中标情况
缙沙坦氨氯地平片(I)	原发性高血压	2021 年 2 月，中选第四批国家集采，中选周期 1 年；截至 2023 年底，接续招标中选 26 个省份
多索茶碱注射液	支气管哮喘、慢性喘息性支气管炎及其他支气管痉挛引起的呼吸困难	2021 年 2 月，中选第四批国家集采，中选周期 1 年。截至 2023 年底，接续招标，累计中选 23 个省份
左氧氟沙星片	抗感染类药物	2021 年 2 月，中选第四批国家集采，中选周期 3 年
硫辛酸注射液	糖尿病周围神经病变引起的感觉异常	2021 年 6 月，中选第 5 批国家集采，中选周期 3 年
草酸艾司西酞普兰片	抑郁障碍、伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍	截至 2023 年底，接续招标累计中选省份 20 个。2024 年 2 月，接续中选广东联盟集团带量采购
奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	活动性十二指肠溃疡的治疗和胃食管反流病	2023 年 11 月，中选第九批全国药品集中采购，中选周期 4 年
多巴丝肼片	抗震颤帕金森氏病	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2021—2023 年，花园药业收入主要来自缙沙坦氨氯地平片(I)和多索茶碱注射液，销售收入均有所波动。其中 2022 年受益于药品陆续在多省市接续中标，两类产品销售收入同比均有所增长。2023 年受到续标价格大幅下降影响，两类产品分别实现收入 3.09 亿元和 0.66 亿元，同比显著下降；产销率保持较高水平，但多索茶碱注射液等产品产能利用率低，产能未充分释放。此外，2023 年，左氧氟沙星片和硫辛酸注射液销售额同比均有所增长，对收入贡献增大。2024 年 1—9 月，缙沙坦氨氯地平片(I)仍受到省级带量集采单价下降影响，销售额同比有所下降。

图表 8 • 花园药业主要产品生产销售情况（单位：万片/万支、万元）

产品	类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
缙沙坦氨氯地平片(I)	产能	30000.00	30000.00	30000.00	22500.00
	产量	13684.95	28498.62	21764.44	18091.38
	销量	12492.62	25931.33	23260.34	17439.21
	销售额	30628.49	54244.36	30911.82	11936.65
多索茶碱注射液	产能	3000.00	3000.00	3000.00	2250.00
	产量	843.48	1015.61	1507.16	1465.34

	销量	699.19	975.87	1454.99	1495.67
	销售额	10660.80	12158.36	6630.14	4249.89
左氧氟沙星片	产能	10000.00	10000.00	10000.00	7500.00
	产量	1538.85	2088.67	2944.54	2145.26
	销量	1236.67	1995.94	2433.38	2580.40
	销售额	3070.93	5390.03	6321.81	6198.52
硫辛酸注射液	产能	1500.00	1500.00	3000.00	2250.00
	产量	187.47	248.80	449.88	626.47
	销量	118.30	248.89	450.30	433.05
	销售额	2494.45	5239.48	9468.71	9113.34
草酸艾司西酞	产能	30000.00	30000.00	2600.00	2000.00
	产量	95.31	607.89	733.56	613.37
普兰片	销量	--	423.93	672.95	608.85
	销售额	--	551.91	864.24	839.83

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

研发方面，花园药业持续推进心血管、中枢神经系统等慢性疾病领域高技术壁垒制剂产品的研发。截至 2023 年底，花园药业有氨氯地平阿托伐他汀钙片等 15 个在研项目，其中 4 个品种在国家局药审中心进行审评，11 个项目在研发阶段。

2023 年，花园生物发行可转债“花园转债”募集资金 12.00 亿元，募集资金用于骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产 6000 吨 VA 粉和 20000 吨 VE 粉项目等项目建设投资（详见项目建设及未来发展部分），有助于花园生物完成“医药中间体→原料药→制剂产品”全链条布局，其综合竞争力有望增强。同时，在建项目达产后产能将大幅增长，需关注后续产能去化压力和效益实现情况。

3 新能源与新材料业务

近年来，公司铜加工业务产销量保持稳定，产能利用率水平高，但贸易业务规模占比较大一定程度拉低了该板块毛利率水平。高性能铜箔一期项目部分投产以来产量逐步增长，贡献的收入持续增加，产能利用率较高；公司高性能铜箔项目回报周期较长且所属行业存在周期性，后续产能效益释放情况仍有待观察。

（1）铜加工及铜贸易

浙江花园电气材料有限公司（以下简称“花园电气”）主要经营铜加工业务及铜贸易业务，产品包括铜排、铜棒、宽幅带等，位列中国铜板带材十强企业、中国铜排棒十强企业。2023 年，花园电气销售收入同比增长 25.08%至 150.96 亿元，其中贸易（主要为电解铜）收入同比增长 48.92%至 71.29 亿元。2024 年 1—9 月，花园电气销售收入合计 128.52 亿元，其中贸易收入为 63.90 亿元。

2021—2023 年，花园电气铜产品加工量波动增长。其中，2023 年，花园电气合计加工铜产品 11.86 万吨，同比增长 5.24%。截至 2024 年 9 月底，花园电气拥有年产 12.00 万吨的铜加工生产能力。2024 年 1—9 月，花园电气合计加工铜产品 8.98 万吨，产能利用率达到 99.78%，保持高水平。

花园电气生产原材料以电解铜及废铜为主，电解铜的采购定价是通过上海、宁波等地的贸易商参照当月沪铜期货价，按上海现货价升贴水实时确定，避免了直接进口面临的汇率波动及铜价波动风险；废铜的采购定价主要参照佛山灵通废铜收购价。2023 年，花园电气电解铜采购均价为 68010 元/吨，同比上涨 1.13%。采购结算方面，电解铜采购采取点价定价，到货 7 个工作日或一个月内付款的结算方式；废铜采用到货半月内付款的结算方式。

销售方面，花园电气采用直销和中间贸易商经销相结合的模式，下游客户中约 70%是经销商（采用现款现货模式结算），约 30%是直销终端客户（一般需在下达订单时缴纳 10%-20%的生产保证金，在交货时产品经检验合格后一次性付清余款）。花园电气与各主要供应商、客户维持良好合作关系，业务销售渠道较为通畅；集中度方面，2023 年，花园电气上游前五大供应商采购金额合计占总采购的金额的 25.45%，下游前五大客户销售金额合计占销售总额的 24.58%，上下游集中度较低。

图表 9 • 公司花园电气收入构成情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
铜加工收入（亿元）	70.91	72.82	79.67	64.62
铜加工量（万吨）	11.39	11.27	11.86	8.98
贸易产品收入（亿元）	42.75	47.87	71.29	63.90
铜贸易量（万吨）	7.30	8.00	11.80	10.00

注：铜加工产品包括铜排、铜棒、铜板、铜带、铜锭、宽幅板、宽幅带及其他
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）铜箔

花园新能源产品包括锂电铜箔和电子电路铜箔。锂电铜箔作为锂离子电池的负极集流体，是锂离子电池中电极结构的重要组成部分，花园新能源锂电铜箔主要产品为 6-10 μm 铜箔，客户群体以 3C 用电池生产企业为主，主要包括深圳市比亚迪供应链管理有限公司、中创新航科技股份有限公司、合肥国轩高科动力能源有限公司、江苏正力新能电池技术有限公司等。2021—2023 年，花园新能源锂电铜箔分别实现收入 2.67 亿元、4.61 亿元和 4.93 亿元，销售均价波动下降。

电子电路铜箔是覆铜板、印制电路板的重要基础材料之一，印制电路板广泛应用于通讯、光电、消费电子、汽车、航空航天等众多领域，花园新能源电子电路铜箔主要产品为 12-35 μmHTE 铜箔，客户主要包括广东生益科技股份有限公司、联茂（东莞）电子科技有限公司、浙江华正新材料股份有限公司等。2021—2023 年，花园新能源电子电路铜箔分别实现收入 6.97 亿元、6.43 亿元和 8.97 亿元，销售均价持续下降。

2023 年，高性能铜箔及技术改造项目一期二段进入试投产阶段，产能增至 2.50 万吨/年，锂电铜箔与电子电路铜箔产量与收入均同比增长，产能利用率保持在 70%以上。2024 年前三季度，受市场行情变化影响，锂电铜箔利润有所下滑，花园新能源调整产品结构、增加电子电路铜箔产量，锂电铜箔与电子电路铜箔产量合计 18754.13 吨，已超 2023 年全年产量。

图表 10 • 花园新能源收入构成情况

产品	类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
锂电铜箔	产量（吨）	3176.56	5474.53	6504.04	2967.90
	收入（亿元）	2.67	4.61	4.93	2.43
	销售均价（万元/吨）	8.47	9.03	7.66	7.77
电子电路铜箔	产量（吨）	8056.38	7610.05	12016.93	15786.24
	收入（亿元）	6.97	6.43	8.97	13.01
	销售均价（万元/吨）	8.86	8.30	7.83	8.24
合计	产能（吨/年）	13000.00	15000.00	25000.00	22500.00
	产量合计（吨）	11232.94	13084.58	18520.97	18754.13
	产能利用率	86.41%	87.23%	74.08%	87.34%

注：产能利用率年化
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

4 红木家具产业链业务

红木家具产业链板块主要收入来源为贸易业务，主要利润来源为红木家具市场租金收入。近年来，在木材和金属矿产贸易规模持续增长带动下，该板块收入保持增长，但受红木家具市场景气度下降及房地产市场下行综合影响，红木家具市场租金收益有所下降。

公司红木家具产业链业务主要由东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”）、浙江花园进出口有限公司（以下简称“花园进出口”）及东阳花园惠宝商贸有限公司负责运营，业务模式主要为花园红木家具城租金收入和贸易。

（1）贸易业务

公司贸易业务采取自营与代理业务（纯佣金收入）相结合的模式，其中进出口贸易以代理模式为主，内贸业务以自营为主。

公司进口商品以进口偏光片、扩散片、木材等商品为主，进口区域主要包括日本、韩国、智利和非洲。2021—2023 年，公司进口金额逐年增长至 9.07 亿元。从结算方式看，公司国际贸易业务结算货币统一为美元，除少部分木材进口采用后 T/T 汇款外，

其余均采用远期信用证结算的方式，期限自 90 天至 180 天不等，其中以 90 天居多。

公司内贸业务的大宗商品主要为木材、化工产品（二甘醇、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP）和金属矿产等，贸易品种以木材和金属矿产为主。2021—2023 年，公司内贸收入金额逐年增长至 93.94 亿元，主要得益于木材和金属矿产贸易规模的扩大。公司配合花园村周边红木家具产业链而开展的木材贸易规模较大，交易结算按行业惯例一律采用现款方式，付款提货。在价格波动风险管控方面，由于公司大部分木材贸易是根据客户需求进行国外采购，下游客户价格锁定并预付部分款项，整体价格风险可控；化工产品方面，公司一般利用充裕的资金和现有的买家渠道，用现款以低于市场平均水平一定幅度的价格采购如乙二醇等大宗化工品种，并销售给实业型企业，由于销售的价格较市场普遍价格低，故其结算仍以现款为主。电解铜采购方面主要为国内采购，公司通过与国外、上海、宁波的贸易商在一定期限内以沪铜期货价盘面点价模式采购（在需要电解铜时公司与贸易商签订采购合同，约定发货时公司支付给贸易商发货当天上海现货价的 90%款项，公司可在一定期限内按沪铜期货价盘面点价，最终按点价时的沪铜期货价加现货升贴水与贸易商作为最终价格），避免了铜价波动的风险。2023 年，花园红木家具产业链上游前五大供应商采购金额合计占总采购的金额的 30.45%，下游前五大客户销售金额合计占销售总额的 36.63%，集中度一般。

图表 11 • 公司进口及内贸业务主要产品收入构成情况（单位：亿元）

进口商品	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
偏光片及扩散片	2.14	0.24	0.25	0.23
木材	5.93	5.95	6.07	5.95
金属矿产	0.24	2.24	2.75	2.24
合计	8.31	8.43	9.07	8.42
内贸商品	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
木材	37.06	35.85	44.61	48.70
化工产品	4.70	4.91	4.92	3.64
金属矿产	21.54	30.26	44.40	40.13
合计	63.30	71.02	93.94	92.47

注：表中收入为花园进出口及东阳花园惠宝商贸有限公司贸易收入合计数
 资料来源：公司提供

（2）红木家具市场

花园红木下属的花园红木家具市场主要从事红木家具市场的建设开发、管理、租赁招商、运营等业务，拥有花园红木家具市场一至六期市场群。公司与入驻商户签署为期 3 年的长期租赁合同，租金收入一般按年收取，每年的 10—12 月份及次年 1 月收取次年全年的租赁保证金。截至 2024 年 9 月底，花园红木拥有市场经营面积 34.98 万平方米、商铺 1816 个，入驻红木品牌经营户 2300 余户，商铺出租率 86.00%。2022—2023 年和 2024 年 1—9 月，花园红木实现租金收入 2.20 亿元、1.87 亿元和 1.32 亿元，受红木家具市场景气度下降及房地产市场下行综合影响，租金收益有所下降。

图表 12 • 截至 2024 年 9 月底花园红木家具市场 1—6 期项目整体经营情况

项目名称	开业时间	经营面积 (平方米)	商铺个数	租金收入（万元）		
				2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
红木家具展示中心一期项目	2010/12/23	43920.08	164	3960.91	3886.72	2822.89
红木家具展示中心二期项目	2012/10/05	86746.96	358	6855.47	5711.95	4277.66
红木家具市场展示中心扩建 工程建设项目（三期）	2013/01/21	45572.25	251	2679.20	2366.23	1727.57
精品馆项目（四期）	2013/09/30	11471.98	56	863.20	884.58	547.30
红木家具城三期项目（五 期）	2014/11/16	118746.58	609	6967.41	5367.98	3543.16
家居用品市场（六期）	2019/11/16	43360.84	378	693.60	516.32	313.09
合计	--	349818.69	1816	22019.80	18733.78	13231.67

资料来源：公司提供

5 新建材与建筑业务

2023 年，受房地产市场下行影响，公司收缩建工业务规模，进一步聚焦于基建类项目，新建材及建筑业务收入大幅下降；花园建设应收账款及存货对营运资金占用情况需保持关注。

浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）为公司建筑板块的经营主体，主营建筑施工、房地产开发和新建材生产。花园建设业务集中在浙江金华和华北地区，项目类型以房地产和地方政府安置房、棚改等基础设施类为主，除市场化业务外，花园建设还作为花园集团体系内项目建设主体承担着花园生物厂区改建等项目的建设任务。

2022 年，花园建设承建了花园村村域小城市共富项目（一期）工程、东阳田氏医院人才公寓建设项目、埂萨通用设备新建厂房项目、奥特莱斯商业中心写字楼、公寓及地下车库施工等共计 152 个项目工程，合同金额共计 232.35 亿元，当期结转收入 42.56 亿元。

2023 年，花园建设结转收入规模同比下降明显，主要系地产行业景气度下降，公司主动收缩地产相关建工业务规模，不再承接地产施工项目，仅专注于地方政府相关棚改、保障房建设等基础设施建设类项目，新签合同额与结转收入同比均有所下降；同时加强工程款项回流，当期回流工程款项高于当期结转收入；期末在手合同额仍充裕，可对未来业务开展形成保障。花园建设的工程款一般按照合同约定收款，个别出现逾期的在 3 个月内催促无效后向甲方提起诉讼，截至目前，花园建设工程款项基本按合同约定或展期 2 个月内回收款项。

截至 2024 年 9 月底，花园建设应收账款和存货（存货主要为花园建设承接的地产项目成本）分别为 11.64 亿元和 13.29 亿元，合计占其期末资产总额的 80.65%，对营运资金形成一定占用，花园建设杠杆水平尚可（2024 年 9 月底资产负债率为 26.53%），仍需关注后续应收款项回收情况。

图表 13 • 新建材与建筑业务情况

项目	2022 年/底	2023 年/底	2024 年 1—9 月/底
当期结转收入（亿元）	42.56	16.60	14.95
当期回流工程款项（亿元）	40.98	27.81	15.91
新签合同额（亿元）	39.34	27.08	11.33
新签项目数量（个）	16	28	24
期末在手合同额（亿元）	232.35	194.75	141.33

注：期末在手合同额为完整合同金额，非剩余部分金额
 资料来源：公司提供

6 经营效率

公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 19.55 次、18.76 次和 20.33 次，波动上升；存货周转次数分别为 7.08 次、7.72 次和 8.31 次，总资产周转次数分别为 1.25 次、1.37 次和 1.38 次，均持续上升。

7 项目建设及未来发展

公司在建项目主要围绕高性能铜箔、生物医药相关项目，未来投资压力不大。生物医药项目设计产能较大，达产后有望成为公司新的业绩增长点。但需关注，相关投资项目回报周期较长且部分项目所属行业存在周期性，项目投产后的效益实现情况有待观察。

截至 2024 年 9 月底，公司在建项目主要围绕高性能铜箔、生物医药相关项目，计划总投资额 45.10 亿元，已完成投资 35.53 亿元。其中，年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目、年产 15.6 吨 25-羟基维生素 D3 结晶项目和年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目为花园生物非公开发行股票募投项目，年产 5000 吨维生素 B6 项目、年产 200 吨生物素项目、年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目、骨化醇类原料药项目和骨化醇类制剂项目为花园生物可转债募投项目。花园生物着力推动“一纵一横”发展战略，贯彻推动化学合成、生物合成双布局，生物医药相关项目设计产能较大，达产后将有效提升 25-羟基维生素 D3 和羊毛脂胆固醇产能，以及新增维生素 B6、维生素 A 和维生素 E 等产品产能，有望成为公司新的业绩增长点。截至 2024 年 9 月底，生物医药相关项目计划总投资额 21.10 亿元，已投资额 13.90 亿元。

花园新能源计划投资 45 亿元建设年产 5 万吨高性能铜箔及技术改造项目，在建项目为一期年产 2 万吨高性能铜箔及技术改造项目，用地面积 8.86 万平方米，计划投资总额 24 亿元，截至 2024 年 9 月底已投资 21.63 亿元，一期一段 1 万吨生产设备已于 2022 年 12 月底基本建设完成开始试生产，实际投放产能可达到 1.5 万吨，现处于正常生产状态，另一期二段 1 万吨生产线的主要设备已完成安装，并在进行技术改造，计划在二期原 2 万吨产能基础上再扩充提升 1 万吨产能，二期二段技术改造预计于 2024 年底完成。二期计划建设年产 2 万吨锂电铜箔和年产 1 万吨电子电路铜箔的生产能力，未来择机开发。

公司项目建设尚需投资金额尚可，且部分使用募集资金，公司项目建设投资资金压力不大。同时，公司投资项目回报周期较长且部分项目所属行业存在周期性，项目投产后的收益实现情况有待观察。

图表 14 •截至 2024 年 9 月底公司主要项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	投资主体	总投资	资金筹措		已投资金额	尚需投资金额
			自筹	融资		
一期年产 2 万吨高性能铜箔及技术改造项目	浙江花园新能源股份有限公司	24.00	12.00	12.00	21.63	2.37
年产 1200 吨羊毛胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目、年产 15.6 吨 25-羟基维生素 D3 结晶项目、年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目、年产 5000 吨维生素 B6 项目、年产 200 吨生物素项目、年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目、骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目，共 8 项小计	浙江花园营养科技有限公司	21.10	5.50	15.21	13.90	8.44
合计	--	45.10	17.50	27.21	35.53	10.81

注：部分项目已投资额和尚需投资额的合计数超过预算数，原因是后续追加投资导致超过预算数；尾数差异系小数末位四舍五入所致
资料来源：公司提供

公司发展战略较为切实可行，符合公司主业发展需要。

未来公司将定位于产业经营与产业投资并重发展，成为在核心产业领域拥有优秀企业，并具有品牌影响力的企业集团。公司将推进工业化为重点，以优化升级为主线，通过业务结构的调整，大力发展生物与医药、基础材料与机械制造、红木家具市场经营及产业整合、建筑、传统产业及现代农业与生态旅游等产业，逐步实现产业结构的科技化与规模化，推进花园集团经济全面、协调、可持续发展。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年度财务报告进行了审计，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022—2023 年度财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年 1—9 月财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2022 年底，公司合并范围子公司合计 48 家，较上年底增加 2 家；截至 2023 年底，公司合并范围子公司合计 54 家，较上年底新增增加子公司 7 家，清算减少子公司 1 家；截至 2024 年 9 月底，公司合并范围内子公司合计 54 家，较 2023 年底新增注册 2 家，股权转让减少 2 家。整体看，公司合并范围的变动对财务数据可比性影响较小。

1 资产质量

2021—2023 年底，公司资产总额持续增长，流动资产中存货占比较高；非流动资产以投资性房地产、固定资产和其他非流动资产为主。公司资产受限规模较大，资产流动性一般。

2021—2023 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.80%。流动资产方面，2021—2023 年底，公司货币资金波动增长，其中 2023 年底货币资金较上年底增长 52.87%，主要系花园生物发行可转债、募集资金到账所致，期末受限货币资金 15.47 亿元，货币资金受限比例偏高（为 44.66%），系用作银行承兑汇票保证金所致。2021—2023 年底，公司应收账款波动下降，其中 2023 年底应收账款较上年底下降 20.60%，主要系收入结构变化所致；公司应收账款账龄以一年以内为主（期末余额中账龄 1 年以内的占 73.32%、1-2 年的占 8.04%，2 年以上的占 18.64%），计提坏账准备金额 0.59 亿元，应收账款余额前五大账面余额合计占比 21.94%，集中度一般。2021—2023 年底，公司预付款项波动增长，其中 2022 年底预付款项较上年底增长 44.28%，主要系贸易规模扩大所致；2023 年底公司预付款项较上年底变动不大，前五大预付对象预付款余额占期末余额的 56.87%，均为贸易业务采购对象。2021—2023 年底，公司存货规模变动不大，2023 年底存货较上年底增长 5.59%，主要系库存商品及开发成本增加所致，公司存货主要由库存商品（占 41.96%）、合同履约成本（占 27.94%）、原材料（占 8.09%）和在产品（占 13.40%）构成，累计计提跌价准备/合同履约成本减值准备 95.61 万元，计提比例非常低。

非流动资产方面，2021—2023 年底，公司投资性房地产变化不大，主要为公司持有的花园村商业中心、花园村花园农产品大厅以及花园红木交易市场等房屋建筑物资产。2021—2023 年底，公司在建工程（合计）波动下降，其中 2023 年底在建工程（合计）较上年底增长 20.19%，主要为花园新能源的高性能铜箔项目及花园生物所属项目建设投入增加所致。2021—2023 年底，公司固定资产（合计）波动增长，其中 2022 年底固定资产（合计）较上年底增长 20.82%，主要系子公司花园生物的下属子公司浙江花园营养科技有限公司（以下简称“营养科技公司”）、花园新能源在建工程完工转入所致；2023 年底固定资产（合计）较上年底变化不大，一方面营养科技公司在建工程完工转入，另一方面，花园生物及营养科技公司厂房和设备更新改造转入在建工程；累计折旧 18.56 亿元。2021—2023 年底，公司其他非流动资产持续增长，其中 2023 年底其他非流动资产较上年底增长 62.69%，期末构成主要为花园村村域小城市共富项目工程（一期）19.17 亿元和当期新增的文旅项目 9.73 亿元。

图表 15 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		年均复合增长率	2024 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	106.64	38.15%	110.18	36.78%	121.98	37.55%	6.95%	130.18	38.55%
货币资金	25.22	23.65%	22.66	20.57%	34.64	28.40%	17.20%	32.35	24.85%
应收账款	18.69	17.53%	22.88	20.77%	18.17	14.90%	-1.41%	19.52	14.99%
预付款项	7.41	6.95%	10.69	9.70%	10.64	8.72%	19.86%	11.36	8.72%
存货	48.93	45.88%	48.06	43.62%	50.75	41.61%	1.84%	55.49	42.62%
非流动资产	172.86	61.85%	189.34	63.22%	202.83	62.45%	8.32%	207.52	61.45%
投资性房地产	76.88	44.48%	76.02	40.15%	75.90	37.42%	-0.64%	75.80	36.53%
固定资产（合计）	52.46	30.35%	63.38	33.47%	63.09	31.11%	9.67%	63.16	30.43%
在建工程（合计）	20.08	11.62%	13.98	7.38%	16.80	8.28%	-8.53%	18.58	8.96%
其他非流动资产	1.39	0.81%	18.41	9.72%	29.95	14.77%	363.70	31.10	14.99%
资产总额	279.50	100.00%	299.52	100.00%	324.81	100.00%	7.80%	337.70	100.00%

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司受限资产合计 93.42 亿元，包括货币资金 15.47 亿元、固定资产和无形资产 19.90 亿元、存货（商品房）4.04 亿元和投资性房地产 54.00 亿元；受限资产合计占期末总资产的 28.76%，此外，公司间接持有的花园生物股份部分用于质押，公司资产受限规模较大。

截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 337.70 亿元，较上年底增长 3.97%，资产规模和资产结构较上年底变化不大。其中，存货较上年底增长 9.34%，主要系花园电气和花园进出口业务规模扩大所致。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年底，随着未分配利润积累及 2023 年股东注资、花园生物发行可转债，公司所有者权益规模持续增长；所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

2021—2023 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.45%。截至 2023 年底，公司所有者权益为 169.56 亿元，较上年底增长 9.00%，主要源于实收资本和少数股东权益的增长。其中，实收资本较上年末增加 5.00 亿元，系股东注资到账所致；少数股东权益有所增加，主要系花园生物发行可转换公司债券“花园转债”（增加少数股东权益 2.31 亿元）所致；未分配利润随着利润累积较上年底增长 5.16%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.43%，少数股东权益占比为 16.57%，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 8.85%、7.62%、12.89%和 52.92%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2024 年 9 月底，公司所有者权益较上年底增长 4.43%，所有者权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2021—2023 年底，公司负债总额和有息债务均持续增长，融资方式包括资产抵质押银行借款为主的间接融资和债券发行，债务负担尚可。

2021—2023 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.18%，主要系流动负债增加所致。应付类款项方面，2021—2023 年底，公司应付票据波动增长，其中 2022 年底应付票据较上年底增长 54.58%，主要系以银行承兑汇票结算的贸易采购规模扩大所致；2023 年底应付票据较上年底变化不大，由银行承兑汇票（24.89 亿元）和商业承兑汇票（0.40 亿元）构成。2021—2023 年底，公司应付账款持续下降，年均复合下降 6.64%，2023 年底应付账款主要由材料款（占 23.77%）、设备款（占 22.99%）和工程款（占 53.24%）构成。

融资借款方面，2021—2023 年底，公司短期借款持续增长、长期借款波动增长，分别年均复合增长 7.40%和 49.78%，主要系经营规模扩大以及项目建设持续投入所致；2023 年底短期借款主要由质押借款（5.95 亿元）、抵押借款（21.33 亿元）和保证借款（17.44 亿元）构成，长期借款主要由抵押借款（占 76.13%）和保证借款（占 23.87%）构成。2021—2023 年底，公司应付债券波动下降，2023 年底应付债券较上年底增长 56.31%，主要系花园生物发行“花园转债”所致。截至 2023 年底，公司一年内到期的非流动负债和其他流动负债较上年底分别增长 85.21%和 98.51%，主要系一年内到期的长期借款转入以及短期应付债券增加所致。

截至 2024 年 9 月底，公司负债总额较上年底增长 3.46%，主要系长期借款增加所致；非流动负债占比有所上升，负债结构仍以流动负债为主。

图表 16 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

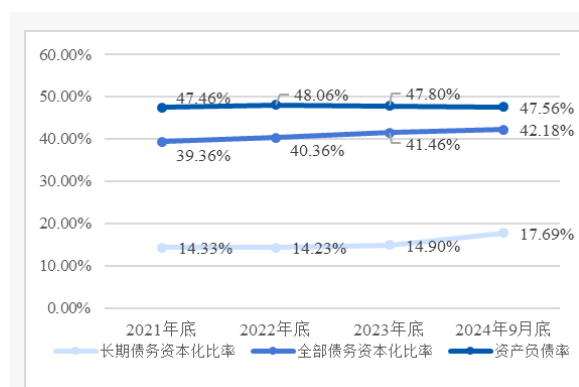
项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		年均复合增长率	2024 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	93.46	70.46%	103.67	72.02%	110.95	71.47%	8.96%	108.04	67.26%
短期借款	38.82	41.53%	43.13	41.60%	44.77	40.35%	7.40%	46.25	42.81%
应付票据	16.54	17.69%	25.56	24.66%	25.29	22.79%	23.66%	27.18	25.16%
应付账款	13.10	14.01%	12.86	12.40%	11.42	10.29%	-6.64%	10.65	9.86%
一年内到期的非流动负债	5.60	5.99%	5.57	5.38%	10.32	9.30%	35.75%	7.61	7.05%
其他流动负债	10.65	11.40%	5.36	5.17%	10.65	9.60%	0.00%	10.08	9.33%
非流动负债	39.19	29.54%	40.29	27.98%	44.29	28.53%	6.32%	52.58	32.74%
长期借款	8.72	22.25%	19.74	48.99%	19.56	44.17%	49.78%	25.01	47.57%
应付债券	10.00	25.52%	5.17	12.82%	8.07	18.23%	-10.14%	9.48	18.03%
负债总额	132.65	100.00%	143.96	100.00%	155.25	100.00%	8.18%	160.62	100.00%

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，2021—2023 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 12.24%。截至 2023 年底，公司全部债务 120.08 亿元，较上年底增长 14.09%，占同期末负债总额的 77.35%。其中，短期债务占 75.27%，长期债务占 24.73%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.80%、41.46%和 14.90%，较上年底分别下降 0.27 个百分点、提高 1.10 个百分点和 0.67 个百分点。

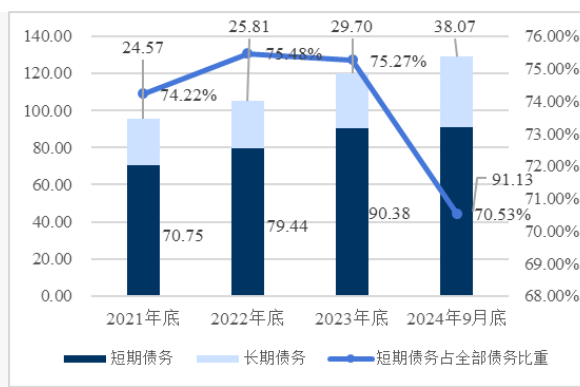
截至 2024 年 9 月底，公司全部债务 129.20 亿元，较上年底增长 7.60%，主要系长期借款增加所致；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.18%和 17.69%，较上年底分别提高 0.73 个百分点和 2.79 个百分点，资产负债率为 47.56%，较上年底下降 0.23 个百分点。

图表 17 • 2023 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 18 • 2021—2023 年底公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，但受主业利润率下滑影响，公司利润总额有所下降，盈利能力指标有所弱化，但仍处于较强水平。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 12.15%；受到维生素行业供需关系失衡，叠加铜加工单价及铜贸易利差变化影响，公司营业利润率持续下降，分别为 6.40%、5.67%和 4.52%。从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 5.72%。2023 年，公司费用总额为 12.41 亿元，同比变化不大；从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 26.26%、39.70%、11.91%和 22.14%，以管理费用和销售费用为主；公司期间费用率为 2.88%，同比下降 0.21 个百分点，费用控制能力有所优化。

2021—2023 年，公司其他收益分别为 0.80 亿元、0.37 亿元和 0.91 亿元，以政府补助为主，对利润形成一定补充；公司投资收益分别为 2.48 亿元、-0.07 亿元和 0.10 亿元。其中，2021 年公司投资收益规模较大，主要系子公司浙江祥云科技股份有限公司处置其持有的 5%花园生物股权产生的 2.15 亿元投资收益（回笼资金 3.60 亿元），对公司利润形成补充，但不具备持续性；公司公允价值变动损益分别为-0.31 亿元、-0.28 亿元和-0.30 亿元，对公司利润存在一定侵蚀。

盈利指标方面，2021—2023 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续下降。

2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 404.88 亿元，营业利润率为 4.02%，利润总额同比增长 16.36%至 8.65 亿元。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	342.71	397.88	431.02	404.88
期间费用	11.10	12.30	12.41	8.38
其他收益	0.80	0.37	0.91	0.29
投资收益	2.48	-0.07	0.10	-0.11
公允价值变动损益	-0.31	-0.28	-0.30	--
利润总额	13.94	10.74	7.95	8.65
营业利润率（%）	6.40	5.67	4.52	4.02
总资本收益率（%）	6.09	4.68	3.27	--
净资产收益率（%）	7.24	5.48	3.74	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金保持净流入，经营获现能力保持良好水平；以购建固定资产、无形资产和其他长期资产为主的资本支出维持在较大规模，近两年经营活动现金净流入无法覆盖投资支出；考虑项目建设投资及债务到期偿还需要，公司存在持续对外融资需求。

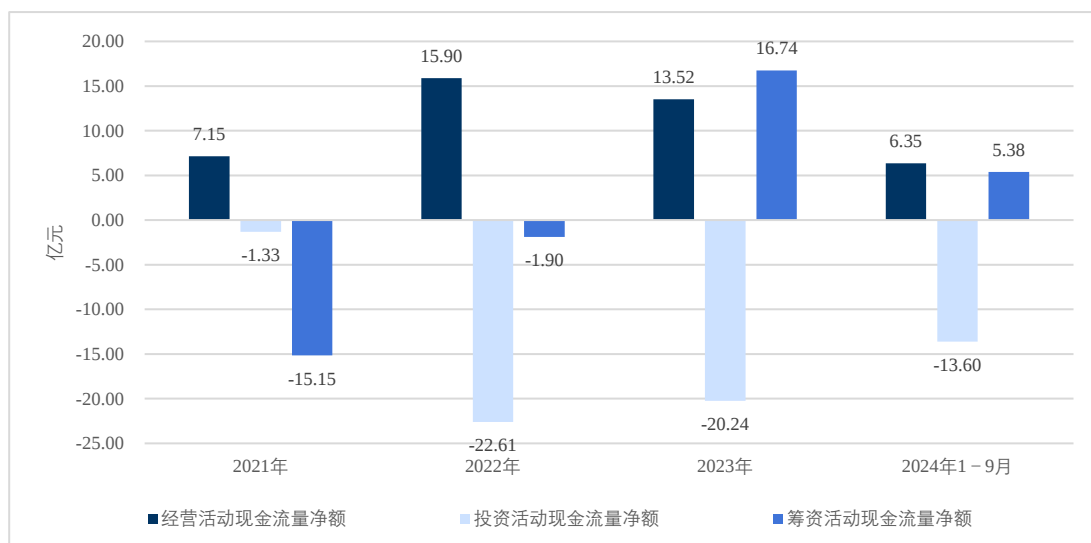
经营活动方面，2021—2023 年，公司业务持续发展，经营活动现金流入量、流出量均持续增长，经营现金流量净额年均复合增长 37.55%至 13.52 亿元。2021—2023 年，公司现金收入比分别为 121.18%、110.55%和 108.45%，收入实现质量保持良好水平。

投资活动方面，2021—2023 年，主要因购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，公司投资活动现金持续呈净流出状态。其中 2021 年净流出规模较小，主要系公司及花园生物的理财产品投资呈净赎回状态所致。2022 年及 2023 年，经营活动现金净流入无法覆盖投资支出。

筹资活动方面，2021—2022 年，公司筹资活动现金维持净流出状态；2023 年，公司筹资活动现金由净流出转为净流入，主要系公司长期借款、短期应付债券较上年有所增加以及花园生物发行可转债所致。

2024 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 6.35 亿元、-13.60 亿元（主要为一期年产 2 万吨高性能铜箔及技术改造等在建项目投入以及花园生物理财投资）和 5.38 亿元。

图表 20 • 公司现金流量情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司长期偿债指标有所弱化，短期偿债指标表现一般，整体偿债能力指标表现良好；未使用授信额度较充裕，融资渠道畅通。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	114.10%	106.27%	109.94%
	速动比率	61.75%	59.91%	64.20%
	经营现金流动负债比	7.65%	15.34%	12.18%
	经营现金/短期债务（倍）	0.10	0.20	0.15
	现金短期债务比（倍）	0.36	0.29	0.39
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	21.85	18.54	15.27
	全部债务/EBITDA（倍）	4.36	5.68	7.86
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.15	0.11
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.73	4.44	4.16
	经营现金/利息支出（倍）	1.55	3.81	3.68

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年底，公司流动比率和速动比率相对稳定，流动资产对流动负债的保障能力尚可；现金短期债务比波动升高，但现金类资产对短期债务的保障能力一般；经营现金/流动负债和经营现金/短期债务均波动升高，经营活动现金对流动负债、短期债务的保障能力一般。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续下降。2023 年，受 EBITDA 和经营活动现金净流入量下降、债务规模扩大综合影响，公司全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 利息倍数、经营现金/全部债务、经营现金/利息支出有所下降，长期偿债指标有所弱化但整体仍处于较高水平。

对外担保方面，截至 2024 年 9 月底，公司合并口径无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 9 月底，公司及下属子公司作为原告的重大未决诉讼、仲裁案件共 4 件，诉讼标的金额共计 1.68 亿元；公司及下属子公司作为被告的重大未决诉讼、仲裁案件共 3 件，诉讼标的金额共计 0.48 亿元，主要为花园建设相关建筑工程施工合同纠纷，上述案件正在诉前调解或审理过程中。

银行授信方面，截至 2024 年 9 月底，公司已获得授信总额约为 158.94 亿元，已使用额度为 94.64 亿元，尚未使用的额度为 64.30 亿元，公司未使用授信额度较充裕；公司下属子公司花园生物为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司本部利润主要来自下属子公司的分红，资产主要是对子公司的股权投资和资金拆借，货币资金规模小，债务负担尚可，偿债指标总体表现一般。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 97.30 亿元，较上年末增长 7.64%。其中，流动资产 50.65 亿元（占 52.06%），非流动资产 46.65 亿元（占 47.94%）。流动资产主要由货币资金 4.49 亿元和其他应收款（合计）42.84 亿元构成，本部其他应收款主要为对子公司的拆借款；非流动资产主要由长期股权投资 30.46 亿元和投资性房地产 13.51 亿元构成，长期股权投资中对子公司投资账面价值 29.95 亿元，对联营、合营企业投资 0.50 亿元。公司本部货币资金规模小。截至 2023 年底，公司本部负债总额 57.79 亿元，较上年末增长 1.55%；本部有息债务 21.10 亿元，以短期债务为主，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.40%和 33.81%，债务负担尚可。2023 年，公司本部营业总收入为 18.89 亿元，收入来源主要为电解铜贸易业务；投资收益为 1.12 亿元，较上年变化不大，来源主要为对子公司长期股权投资的股利收益 1.05 亿元，本部当期利润总额为 0.75 亿元，较上年略有下降。

偿债指标方面，截至 2023 年底，公司本部现金类资产为 4.49 亿元，为短期债务的 0.22 倍，对短期债务的覆盖程度一般；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.89 倍和 12.72 倍，长期偿债指标一般。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属上市公司花园生物属于环境保护部门公布的重点排污单位，花园生物及子公司浙江花园营养科技有限公司（以下简称“花园营养”）拥有金华市生态环境局颁发的排污许可证。花园生物注重绿色生产，具备对生产过程中产生的废水、废气、固废、噪声等对应的处理能力。2021—2023 年，花园生物及其子公司未因出现环境问题受到行政处罚。2023 年，花园生物在环境治理和保护方面投入 378.71 万元，缴纳环境保护税 7031.47 元。花园营养在环境治理和保护方面投入 1507.98 万元，暂未缴纳环境保护税。除花园生物之外，公司新能源与新材料业务、新建材与建筑业务生产过程中也涉及废水、废气和固体废弃物等排放，根据公司反馈，2021—2023 年，公司未因环境问题受到相关处罚。

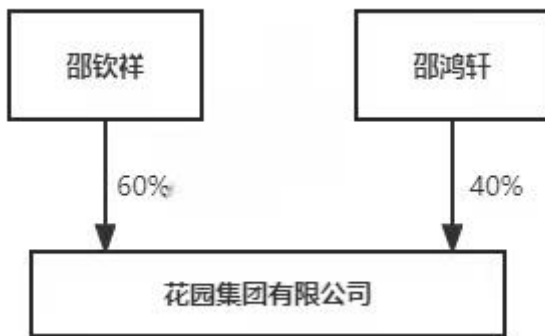
社会责任方面，公司生产基地位于浙中农村地区，大部分员工为所在地附近农村村民，公司经营、发展有利于带动当地就业，在乡村振兴方面践行社会责任。

公司治理结构和内控制度较为完善，但尚未设置专门的 ESG 管治部门或组织，亦未披露 ESG 报告或社会责任报告。

十、评级结论

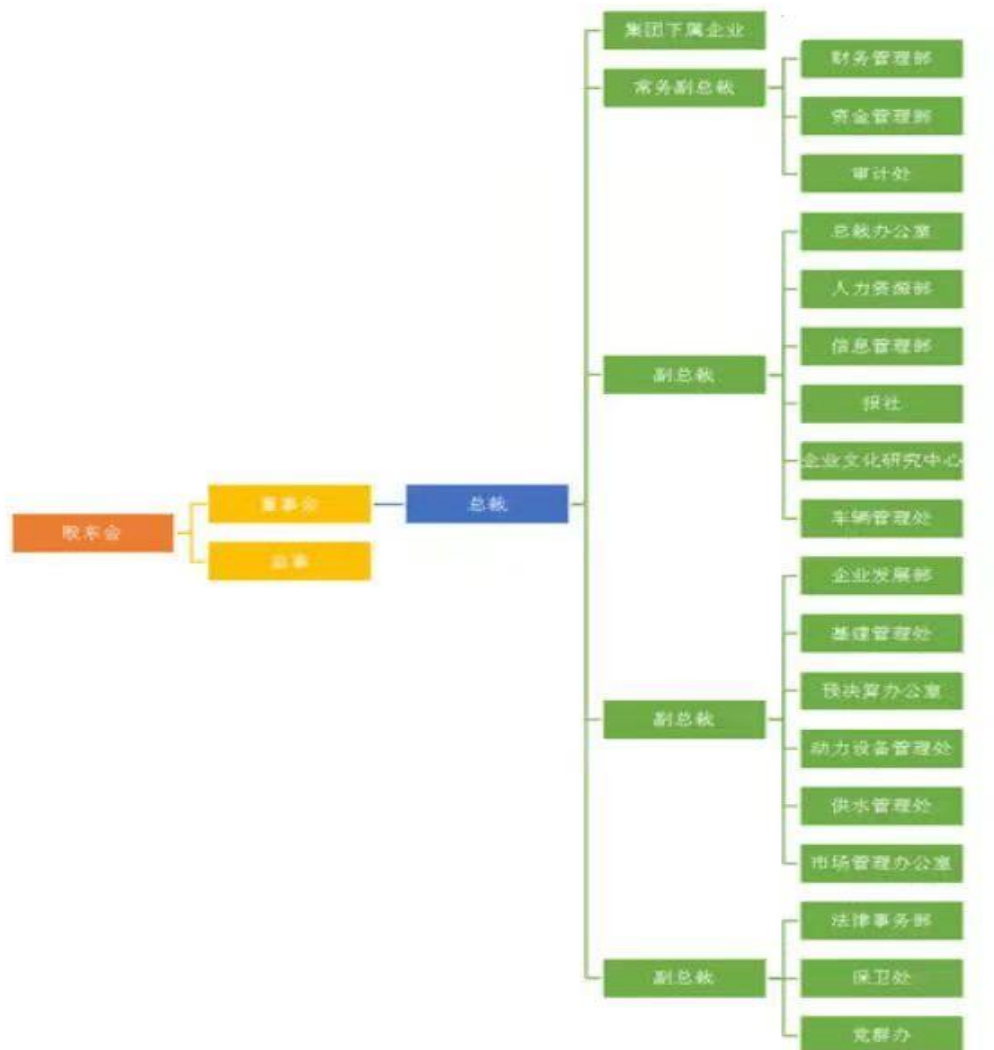
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 9 月底）

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
					直接	间接	
1	浙江花园集团控股有限公司	浙江东阳	浙江东阳	投资管理	100.00		投资设立
2	浙江花园建设有限公司*	浙江东阳	浙江东阳	建筑	76.00	24.00	投资设立
3	浙江省东阳市花园建筑劳务有限公司	浙江东阳	浙江东阳	建筑劳务	100.00		投资设立
4	浙江花园新能源股份有限公司	浙江东阳	浙江东阳	新材料	79.59		投资设立
5	东阳市宏业建筑有限公司	浙江东阳	浙江东阳	建筑	100.00		投资设立
6	东阳市花园健康产业发展有限公司	浙江东阳	浙江东阳	健康产业投资管理	80.00	20.00	投资设立
7	东阳市花园木材有限公司	浙江东阳	浙江东阳	木材经营		60.00	投资设立
8	东阳市花园大厦有限公司	浙江东阳	浙江东阳	酒店服务	40.00	60.00	投资设立
9	浙江花园进出口有限公司	浙江杭州	浙江杭州	商品贸易	20.00	80.00	投资设立
10	浙江老汤火腿食品有限公司	浙江东阳	浙江东阳	食品	20.00	80.00	投资设立
11	浙江省东阳市花园物资有限公司	浙江东阳	浙江东阳	贸易		100.00	投资设立
12	浙江花园农业发展有限公司	浙江东阳	浙江东阳	现代农业	15.00	85.00	投资设立
13	东阳市花园建达房地产开发有限公司	浙江东阳	浙江东阳	房地产		100.00	投资设立
14	浙江祥云科技股份有限公司	浙江杭州	浙江杭州	投资、贸易	97.00	3.00	投资设立
15	花园金波科技股份有限公司	浙江东阳	浙江东阳	电子科技	88.10	11.63	投资设立
16	上海金波弹性元件有限公司	上海	上海	电子科技		99.73	非同一控制下企业合并
17	浙江花园药业有限公司	浙江东阳	浙江东阳	生物医药		26.57	投资设立
18	浙江花园电气材料有限公司	浙江东阳	浙江东阳	金属压延		100.00	投资设立
19	浙江花园生物医药股份有限公司	浙江东阳	浙江东阳	生物医药		26.57	投资设立
20	香港欧瑞云有限公司	中国香港	中国香港	商品贸易		100.00	投资设立
21	花园新材料股份有限公司	浙江东阳	浙江东阳	瓦楞纸包装	99.67		投资设立
22	东阳市花园旅游发展有限公司	浙江东阳	浙江东阳	旅游开发	60.00		投资设立
23	浙江省东阳市花园旅行社有限公司	浙江东阳	浙江东阳	旅游		60.00	投资设立
24	东阳花园田氏医院	浙江东阳	浙江东阳	医疗	45.00		投资设立
25	东阳市花园锐鑫贸易有限公司	浙江东阳	浙江东阳	贸易	100.00		投资设立
26	东阳市花园高级中学	浙江东阳	浙江东阳	中级教育	100.00		投资设立
27	东阳市花园红木家具开发有限公司*	浙江东阳	浙江东阳	家具市场	100.00		投资设立
28	东阳花园惠宝商贸有限公司	浙江东阳	浙江东阳	贸易		100.00	投资设立
29	浙江花园影视文化传媒有限公司	浙江东阳	浙江东阳	文化传媒	100.00		投资设立
30	浙江吉泰投资有限公司	浙江杭州	浙江杭州	投资	100.00		投资设立
31	东阳市花园商业购物中心有限公司	浙江东阳	浙江东阳	批发零售	100.00		投资设立
32	上海祥昀国际贸易有限公司	上海	上海	贸易		100.00	投资设立
33	浙江花园新型建材集团有限公司	浙江东阳	浙江东阳	商砼	100.00		非同一控制下企业合并
34	东阳市坚易装配建筑有限公司	浙江东阳	浙江东阳	房屋建筑		99.67	投资设立
35	东阳市花园民间资本管理股份有限公司	浙江东阳	浙江东阳	投资	56.00		投资设立
36	杭州海卓投资合伙企业（有限合伙）	浙江杭州	浙江杭州	投资		100.00	投资设立
37	东阳市花园教育产业投资管理有限公司	浙江东阳	浙江东阳	教育产业投资管理	100.00		投资设立
38	东阳市花建假日酒店有限公司	浙江东阳	浙江东阳	餐饮住宿		100.00	投资设立
39	浙江花园方赛科技有限公司	浙江东阳	浙江东阳	技术服务		87.76	投资设立
40	东阳市花园大世界酒店有限公司	浙江东阳	浙江东阳	酒店服务	100.00		投资设立
41	浙江花园润嘉医疗器械有限公司	浙江东阳	浙江东阳	医疗器械		26.57	投资设立

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
					直接	间接	
42	东阳市花园新型环保材料有限公司	浙江东阳	浙江东阳	环保砖		100.00	投资设立
43	东阳市花园预拌砂浆有限公司	浙江东阳	浙江东阳	建材		100.00	投资设立
44	浙江花园智汇科技有限公司	浙江东阳	浙江东阳	技术服务	70.00		投资设立
45	浙江花园村域城市建设发展有限公司	浙江东阳	浙江东阳	园区建设管理	100.00		投资设立
46	东阳市花园金山酒店有限公司	浙江东阳	浙江东阳	酒店服务	100.00		投资设立
47	东阳市安居置业有限公司	浙江东阳	浙江东阳	房地产开发	100.00		投资设立
48	东阳市花园永昌贸易有限公司	浙江东阳	浙江东阳	贸易	100.00		投资设立
49	浙江福瑞喜药业有限公司	浙江绍兴	浙江绍兴	医药技术	77.83		非同一控制下企业合并
50	浙江花园文旅建设发展有限公司	浙江东阳	浙江东阳	建设工程	100.00		投资设立
51	东阳市花园电梯工程有限公司	浙江东阳	浙江东阳	特种设备安装及修理	100.00		投资设立
52	浙江花园大健康管理有限公司	浙江东阳	浙江东阳	健康咨询	70.00		投资设立
53	浙江花园矿产资源开发有限公司	浙江东阳	浙江东阳	非金属矿采选	100.00		投资设立
54	浙江花园韬博汽车贸易有限公司	浙江东阳	浙江东阳	汽车相关的批发零售	85.00		投资设立

注：*公司委托朱建平投资浙江花园建设集团有限公司 18720 万元，持股 52.00%，委托蒋国成投资浙江花园建设集团有限公司 10080 万元，持股 28.00%，委托张有明投资浙江花园建设集团有限公司 7200 万元，持股 20.00%，公司实际持有浙江花园建设集团有限公司股权、表决权 100.00%；委托邵钦祥投资东阳市花园红木家具开发有限公司 6600 万元，持股 60.00%，委托邵鸿轩投资东阳市花园红木家具开发有限公司 4400 万元，持股 40.00%，公司实际持有东阳市花园红木家具开发有限公司股权、表决权 100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	25.78	23.36	35.50	36.02
应收账款（亿元）	18.69	22.88	18.17	19.52
其他应收款（亿元）	4.44	3.90	5.52	5.48
存货（亿元）	48.93	48.06	50.75	55.49
长期股权投资（亿元）	1.00	1.00	1.00	1.00
固定资产（合计）（亿元）	52.46	63.38	63.09	63.16
在建工程（合计）（亿元）	20.08	13.98	16.80	18.58
资产总额（亿元）	279.50	299.52	324.81	337.70
实收资本（亿元）	10.00	10.00	15.00	15.00
少数股东权益（亿元）	21.09	23.92	28.09	30.41
所有者权益（亿元）	146.85	155.56	169.56	177.08
短期债务（亿元）	70.75	79.44	90.38	91.13
长期债务（亿元）	24.57	25.81	29.70	38.07
全部债务（亿元）	95.32	105.25	120.08	129.20
营业总收入（亿元）	342.71	397.88	431.02	404.88
营业成本（亿元）	320.07	374.29	410.74	388.00
其他收益（亿元）	0.80	0.37	0.91	0.29
利润总额（亿元）	13.94	10.74	7.95	8.65
EBITDA（亿元）	21.85	18.54	15.27	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	415.30	439.84	467.44	450.85
经营活动现金流入小计（亿元）	417.49	442.90	471.49	453.38
经营活动现金流量净额（亿元）	7.15	15.90	13.52	6.35
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.33	-22.61	-20.24	-13.60
筹资活动现金流量净额（亿元）	-15.15	-1.90	16.74	5.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.55	18.76	20.33	--
存货周转次数（次）	7.08	7.72	8.31	--
总资产周转次数（次）	1.25	1.37	1.38	--
现金收入比（%）	121.18	110.55	108.45	111.35
营业利润率（%）	6.40	5.67	4.52	4.02
总资本收益率（%）	6.09	4.68	3.27	--
净资产收益率（%）	7.24	5.48	3.74	--
长期债务资本化比率（%）	14.33	14.23	14.90	17.69
全部债务资本化比率（%）	39.36	40.36	41.46	42.18
资产负债率（%）	47.46	48.06	47.80	47.56
流动比率（%）	114.10	106.27	109.94	120.49
速动比率（%）	61.75	59.91	64.20	69.14
经营现金流动负债比（%）	7.65	15.34	12.18	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.29	0.39	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	4.73	4.44	4.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.36	5.68	7.86	--

注：1. 公司 2024 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已调整入短期债务及相关债务指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.18	2.94	4.49	5.09
应收账款（亿元）	0.10	0.02	0.02	0.01
其他应收款（合计）（亿元）	36.74	35.22	42.84	38.85
存货（亿元）	2.65	2.07	2.27	2.45
长期股权投资（亿元）	24.53	29.07	30.46	35.78
固定资产（合计）（亿元）	2.11	1.89	1.53	1.49
在建工程（合计）（亿元）	0.02	0.05	0.0032	0.01
资产总额（亿元）	87.47	90.40	97.30	99.34
实收资本（亿元）	10.00	10.00	15.00	15.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	32.67	33.49	39.51	40.76
短期债务（亿元）	18.11	9.94	19.98	22.98
长期债务（亿元）	10.00	6.97	0.20	0.00
全部债务（亿元）	28.11	16.91	20.18	22.98
营业总收入（亿元）	23.70	28.81	26.07	27.51
营业成本（亿元）	22.97	27.95	25.45	27.19
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	8.63	0.94	0.75	1.26
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	26.47	32.89	28.33	30.39
经营活动现金流入小计（亿元）	36.18	52.31	33.94	34.06
经营活动现金流量净额（亿元）	5.65	17.90	1.42	4.32
投资活动现金流量净额（亿元）	7.48	-3.73	-0.36	-5.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.19	-13.90	0.49	2.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	331.80	443.92	1251.58	--
存货周转次数（次）	13.30	11.83	11.73	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.32	0.28	--
现金收入比（%）	111.67	114.15	108.65	110.47
营业利润率（%）	2.97	1.71	2.03	0.86
总资本收益率（%）	18.23	5.07	2.68	--
净资产收益率（%）	25.80	2.78	1.92	--
长期债务资本化比率（%）	23.44	17.22	0.50	0.00
全部债务资本化比率（%）	46.25	33.55	33.81	36.05
资产负债率（%）	62.65	62.95	59.40	58.97
流动比率（%）	97.73	85.98	90.89	83.63
速动比率（%）	91.55	81.68	86.81	79.31
经营现金流动负债比（%）	13.16	37.22	2.54	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.30	0.22	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 2024 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已调整入短期债务及相关债务指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及财务报表整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率= [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在花园集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。