

山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

2025 年跟踪评级报告

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〔2025〕5019号

联合资信评估股份有限公司通过对山东赫达集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东赫达集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，维持“赫达转债”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

评级总监：

二〇二五年六月二十四日

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山东赫达集团股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，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。



山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东赫达集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/06/24
赫达转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

跟踪期内，山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”）仍主要从事纤维素醚和植物胶囊业务，保持了一定的技术研发优势与成本优势，主要管理制度连续，管理运作正常。跟踪期内，公司纤维素醚收入有所增长，主要系医药/食品/工业纤维素醚销售增长所致；植物胶囊收入有所增长，主要系公司有意增加海外库存，对美国关联方的销售增加所致；纤维素醚业务毛利率同比下降较多，主要系国内建筑行业需求下降，市场竞争日趋激烈所致；植物胶囊毛利率同比有所上升，主要系植物胶囊产量提升后固定成本摊销下降所致。整体看，公司自身竞争力仍较强，经营风险尚可。跟踪期内，公司资产质量一般，货币资金较紧张，应收账款及存货增长较快，对营运资金形成较大占用，但债务负担仍很轻，偿债指标表现仍非常强，间接融资空间充裕，财务风险仍很低。综合公司经营和财务风险表现，其偿还债务的能力仍很强。本报告所跟踪的“赫达转债”设置有转股条款，有望通过转股降低偿付压力。总体看，“赫达转债”违约概率仍很低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

2025 年 5 月，公司植物胶囊业务的经营主体收到美国“双反”调查初裁结果，公司正通过法律抗辩争取减税，事件最终影响仍存在较大不确定性。公司财务尚属稳健，随着新增产能顺利释放、产品结构持续优化，公司竞争力有望保持。整体看，公司偿债能力有望维持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：建材类纤维素醚市场产能出清带动相关产品利润率回升，公司盈利水平大幅提升；公司医药食品类纤维素醚市场开拓情况良好，相关产品收益大幅提升；植物胶囊下游去库存结束迎来新的上行周期，相关产品收益大幅提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游市场竞争加剧导致公司盈利水平大幅下降，关联方销量及价格不及预期导致公司外销业务受到严重不利影响，债务规模大幅上升导致公司偿债能力下降，若“双反”关税裁决最终落实，对公司经营造成严重不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司保持了一定的技术研发优势与成本优势。**公司被国家工信部评为专精特新“小巨人”企业。2024 年，公司研发投入 9057.12 万元，占营业总收入比例为 4.63%。公司位于山东省淄博市，所需主要原料的供应商众多，采购半径小，因而能够降低原料采购成本和储存成本。在植物胶囊行业，公司为少数生产纤维素醚与植物胶囊的一体化企业，具有一定成本优势。
- **债务负担较轻，偿债指标表现非常强。**债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 11.10 亿元，以长期债务为主，全部债务资本化比率为 33.43%，债务负担很轻。2024 年，公司短期偿债指标表现很强，经营现金和现金类资产对短期债务的覆盖程度很高；长期偿债指标有所弱化但仍很强，经营现金及 EBITDA 对全部债务的保障程度较高，对利息的保障程度很高。

关注

- **纤维素醚下游需求不足导致毛利率下降。**2024 年，公司纤维素醚业务毛利率为 19.13%，同比下降 6.38 个百分点，主要系国内建筑行业需求下降，市场竞争日趋激烈，建材级纤维素醚价格下跌所致。建材级纤维素醚技术壁垒不高，国内产能出清困难，市场中短期内仍将维持较激烈的竞争态势。
- **关联交易规模较大，存货规模大。**2024 年，公司向美国关联方销售金额为 2.65 亿元，占同类交易金额的比重为 21.53%；向欧洲关联方销售金额为 1.39 亿元，占同类交易金额的比重为 11.26%。公司关联交易占比较高，部分产品对关联方的销售定价高

于市场定价较多，未来若关联方销售数量及价格不及预期产生亏损，公司按照持股比例分配的投资收益会减少或损失，并可能面临较大库存去化压力及应收账款减值。

- **美国“双反”政策对植物胶囊业务的影响存在很大不确定性。**2025 年 5 月，公司植物胶囊业务收到美国“双反”调查初裁结果，反倾销初裁税率高达 172.24%，将极大影响公司产品在美国的价格竞争力。公司在美国的库存可支撑一段缓冲期，公司正通过法律抗辩争取减税，事件最终影响仍存在较大不确定性。若“双反”关税裁决最终落实，公司植物胶囊在美国的销售可能受到很大不利影响。

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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
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：公司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：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

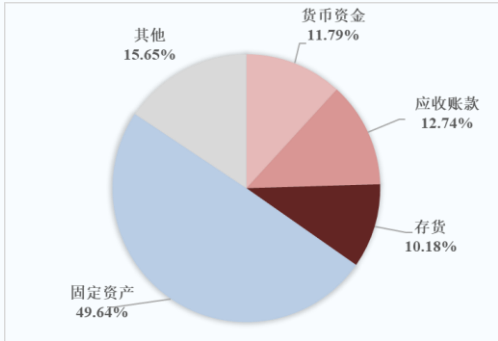
合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	2.91	5.34	5.10
资产总额（亿元）	37.93	41.46	41.18
所有者权益（亿元）	20.95	22.10	22.67
短期债务（亿元）	2.52	4.64	5.66
长期债务（亿元）	5.89	6.46	5.79
全部债务（亿元）	8.41	11.10	11.45
营业总收入（亿元）	15.56	19.57	4.67
利润总额（亿元）	2.59	2.61	0.56
EBITDA（亿元）	4.39	5.48	--
经营性净现金流（亿元）	1.80	2.86	0.08
营业利润率（%）	28.30	25.97	24.12
净资产收益率（%）	10.51	10.03	--
资产负债率（%）	44.76	46.70	44.95
全部债务资本化比率（%）	28.64	33.43	33.56
流动比率（%）	116.83	153.60	157.59
经营现金流动负债比（%）	20.63	27.19	--
现金短期债务比（倍）	1.15	1.15	0.90
EBITDA 利息倍数（倍）	19.59	14.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.92	2.02	--

公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	28.95	32.42	/
所有者权益（亿元）	17.55	17.19	/
全部债务（亿元）	6.92	9.04	/
营业总收入（亿元）	13.50	14.70	/
利润总额（亿元）	2.17	0.84	/
资产负债率（%）	39.38	46.99	/
全部债务资本化比率（%）	28.28	34.48	/
流动比率（%）	331.16	245.65	/
经营现金流动负债比（%）	26.50	48.41	/

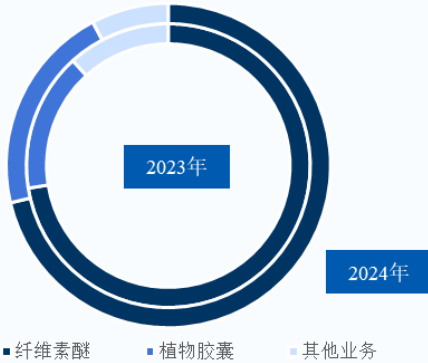
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2025 年一季度合并财务报表未经审计，公司本部未披露 2025 年一季度财务报表；3. 公司 2023 年底数据使用 2024 年期初数据；4. “--”表示指标不适用，“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

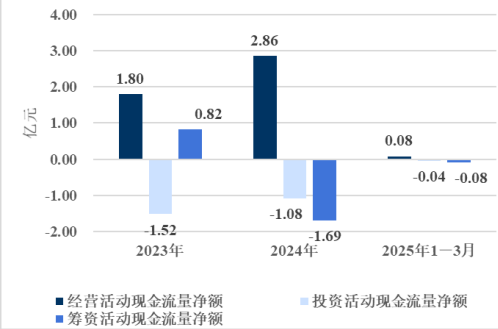
2024 年底公司资产构成



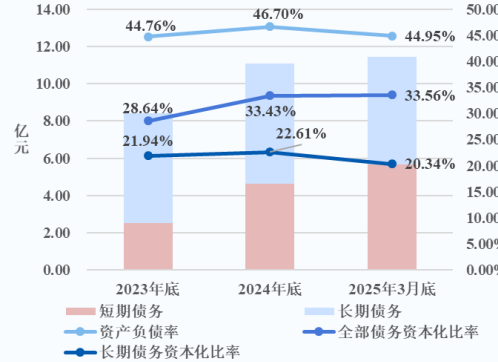
2023—2024 年公司收入构成



2023—2025 年 1—3 月公司现金流情况



2023—2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
赫达转债	6.00	6.00	2029/07/03	补偿利率条款、转股价格调整原则、特别向下修正条款、赎回条款、回售条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额为截至 2025 年 6 月 23 日的数据
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
赫达转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/6/21	王佳晨子 李成帅	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（打分表） V4.0.202208	阅读全文
赫达转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2022/9/7	蒲雅修 杨恒	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

项目组成员：张乾 zhangqian@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山东赫达成立于 1992 年 12 月，前身为淄博赫达股份有限公司，初始注册资本为 479.44 万元。2016 年 8 月，公司于深圳证券交易所上市，股票简称“山东赫达”，股票代码为“002810.SZ”，总股本增加至 9556.00 万股。后历经转增、回购、增发股份，截至 2025 年 3 月底，公司总股本为 3.42 亿股，毕心德为公司第一大股东，直接持有公司 26.33% 的股份；公司实际控制人为毕心德、毕于东和毕文娟，合计持有公司 39.87% 的股份。上述三位实际控制人为直系亲属关系，通过签署《一致行动协议》保持一致行动关系。截至 2025 年 3 月底，公司全部实际控制人所持公司股份不存在质押情况。

跟踪期内，公司仍主要从事纤维素醚和植物胶囊业务，按照联合资信行业分类标准划分为其他化工行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 41.46 亿元，所有者权益 22.10 亿元（不含少数股东权益）；2024 年，公司实现营业总收入 19.57 亿元，利润总额 2.61 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 41.18 亿元，所有者权益 22.67 亿元（不含少数股东权益）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.67 亿元，利润总额 0.56 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司根据生产经营需求设立了多个职能部门，组织架构图详见附件 1-2。

公司注册地址：山东省淄博市周村区赫达路 999 号；法定代表人：毕于东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 6 月 23 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2024 年底，“赫达转债”募集资金累计投入 4.54 亿元，募投项目未发生变更；“赫达转债”已按时付息。2024 年，“赫达转债”于 2024 年 3 月、2024 年 7 月、2024 年 11 月和 2025 年 1 月下调转股价格。截至 2025 年 6 月 23 日，“赫达转债”转股价格为 16.85 元/股。2024 年，共有 1357 张“赫达转债”转股，已转股规模较小。

图表 1 • 截至 2025 年 6 月 23 日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
赫达转债	6.00	6.00	2023/07/03	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》。

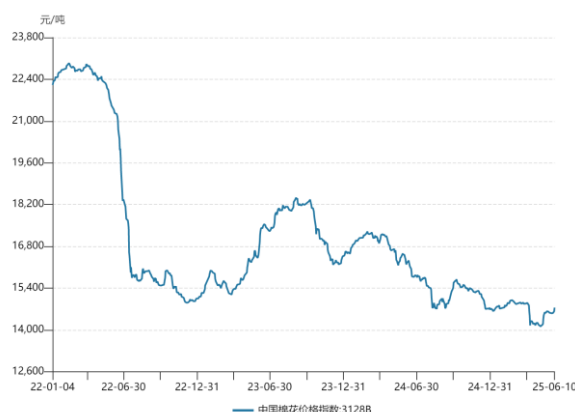
五、行业分析

国内纤维素醚厂商产品仍以建材级为主，下游需求受房地产行业景气度影响较大。2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底。

纤维素醚可作为添加剂广泛应用于建材、食品、医药、日化、石油开采等诸多领域。根据研究机构 QYResearch 统计，2024 年全球纤维素醚市场销售额达到 52.29 亿美元，预计 2031 年将达到 67.19 亿美元。低端纤维素醚市场竞争激烈，市场参与者以小型企业为主。建材级纤维素醚技术壁垒不高，国内产能出清困难，市场中短期内仍将维持较激烈的竞争态势。高端纤维素醚市场存在技术壁垒，领先企业利用产品差异化优势与下游优质客户建立了稳定合作关系，行业新进入者需要较高前期研发投入与销售成本才能获得优质客户认可。

纤维素醚上游主要为天然纤维素（精制棉、棉浆粕、木浆等）和化学品（环氧丙烷、液碱等）。2024 年以来，中国棉花价格整体走低，主要系内需增长不足，进口棉价格较低所致。

图表 2 • 棉花价格走势



资料来源：Wind

国内纤维素醚厂商产品仍以建材级为主，下游需求受房地产行业景气度影响较大。2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。

目前，中国建材级纤维素醚市场竞争激烈、利润空间较为有限；食品和医药级纤维素醚应用范围仍较小，纤维素醚产品在供给侧与需求侧的推广还需一定时间。随着行业竞争加剧，具备技术、资质、资金、人才、规模等综合优势的大企业有望获得更多市场份额。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司保持了一定技术研发优势与客户资源优势，并剥离了非主营化学品业务。

跟踪期内，公司控股股东与实际控制人无变化。

公司纤维素醚的经营主体为公司本部，产品覆盖建材（工业）、医药和食品领域；植物胶囊的运营主体为全资子公司山东赫尔希胶囊有限公司（以下简称“赫尔希”）。

跟踪期内，公司保持了一定的技术研发优势与成本优势，并积累了较为丰富的客户资源。公司为国内纤维素醚行业领先企业，在技术研发方面具备一定优势。公司连续多年被认定为高新技术企业，被国家工信部评为专精特新“小巨人”企业。2024 年，公司研发投入 9057.12 万元，占营业总收入比例为 4.63%，研发项目覆盖建材级、食品级、医药级等多个领域纤维素醚以及植物胶囊

领域。成本方面，公司位于山东省淄博市，交通便利，是中国化工行业集中区，所需主要原料的生产企业众多，采购半径小，因而能够降低原料采购成本和储存成本。在植物胶囊行业，公司为少数生产纤维素醚与植物胶囊的一体化企业，具有一定成本优势。基于上述优势，公司积累了较为丰富的客户资源，主要客户为建材、医药等行业实力较强的大型企业，建材行业包括意大利马贝（Mapei）、法国圣戈班（Saint-Gobain）、德国可耐福公司（Knauf Gips KG）、美国雷帝、西卡德高、立邦涂料、三棵树、东方雨虹、北新建材等；医药行业包括美国卡乐康、美国 KERRY BIOSCIENCE、正大天晴药业集团股份有限公司、石家庄市华新药业有限责任公司、悦康药业集团股份有限公司、江苏德源药业股份有限公司、河南天方药业股份有限公司等。

与海外头部企业相比，公司具备业务协同优势与较大成本优势；与国内同行业相比，公司产品具备较高技术壁垒。

图表 3 • 部分纤维素醚企业对比

项目	山东赫达	亚什兰（美）	乐天精密化学（韩）
核心产品	建材级 HPMC；医药/食品级 HPMC；HEC；植物胶囊	高端医药级 HPMC；日化级；特种涂料醚	建材级 HPMC；电子级（用于显示面板）
竞争优势	协同优势（纤维素醚→胶囊）；建材级国内最大规模，具备成本优势	医药级技术壁垒高；与全球知名药企等深度绑定	电子级纯化技术领先；东北亚区位优势（覆盖中日韩客户）

资料来源：各公司年报等公开信息，联合资信整理

2024 年 7 月 1 日，公司与潍坊科麦化工有限公司（以下简称“科麦化工”）签订股权转让协议，协议约定烟台福川化工有限公司（以下简称“福川化工”）100%的股权转让价格为 4300.00 万元。2024 年 7 月 12 日，福川化工完成工商登记变更，公司不再持有福川化工股权，福川化工不再纳入公司合并报表范围。福川化工原为公司双丙酮丙烯酰胺和原乙酸三甲酯业务的经营主体。截至 2023 年底，福川化工总资产 8036.15 万元，净资产 4616.42 万元。2023 年，福川化工营业收入 5861.05 万元，净利润-4009.15 万元。公司剥离该业务后，有利于降低管理成本，进一步集中资源支持主业发展。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91370300164367239P），截至 2025 年 6 月 9 日，公司无未结清的关注类和不良/违约类贷款。

截至本报告出具日，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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及被行政处罚等行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司监事会主席田强因个人原因辞去公司监事、监事会主席职务，杨涛先生为公司现任监事会主席，其他董事、监事及高级管理人员无变动；公司主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

（三）重大事项

公司植物胶囊业务收到美国“双反”调查，初裁税率将极大影响公司植物胶囊产品在美国的价格竞争力。公司在美国的库存可支撑一段缓冲期，公司正通过法律抗辩争取减税，事件最终影响仍存在较大不确定性。

2025 年 5 月 27 日，公司发布《关于美国商务部对原产自巴西、中国、印度、越南硬壳空心胶囊产品反倾销、反补贴调查初裁结果的公告》。公司核心子公司赫尔希因美国商务部对原产自中国等国的硬壳空心胶囊发起反倾销反补贴（“双反”）调查，于 2025 年 5 月 22 日收到初裁结果。其中，反倾销初裁税率高达 172.24%，叠加此前反补贴初裁税率 6.82%，其输美产品面临 179.06%的惩罚性临时保证金税率。

该事件对公司构成重大风险。美国是其植物胶囊产品极其重要的出口市场，调查期内对美销售占该产品收入高达 62.38%，占公司 2024 年营业总收入的 10~20%。179.06%的临时合并税率将严重削弱其产品在美国的价格竞争力，极大威胁其市场份额和收入。若最终税率维持高位且无有效应对，其美国业务将面临实质性萎缩风险。

公司正通过法律抗辩争取降低终裁税率，利用现有库存（5-6 个月）争取缓冲期，并加速推进美国本土化产能建设（200 亿粒/年项目）以根本性规避关税风险，该项目已完成项目选址、土地及地上附着物（含厂房及办公楼设施等）初步协议谈判等工作，正在推进厂房改造设计。事件最终影响取决于终裁税率结果、法律抗辩成效及本土化项目推进速度，前景存在较大不确定性。若“双反”关税裁决最终落实，公司植物胶囊在美国的销售可能受到很大不利影响。联合资信将持续关注上述事项可能对公司信用水平带来的不利影响。

（四）经营方面

1 业务经营分析

公司营业总收入有所增长，关联交易占比较高，部分产品关联交易销售定价高于市场定价，植物胶囊产能利用率仍较低。未来若关联方销量及价格不及预期，公司可能面临较大库存去化及利润下降风险。

跟踪期内，公司主营业务和经营模式无重大变化，仍主要从事纤维素醚和植物胶囊业务，其他产品主要为石墨设备和化工产品。2024 年，公司营业总收入大幅增长。其中，纤维素醚业务收入有所增长，主要系医药食品工业纤维素醚销售增长所致；植物胶囊业务收入大幅增长，主要系公司为应对美国市场政策不确定性，有意增加海外库存，对美国关联方的销售增加所致。2024 年，公司综合毛利率有所下降。其中，纤维素醚业务毛利率同比下降较多，主要系国内建筑行业需求下降，市场竞争日趋激烈，建材级纤维素醚价格下跌所致；植物胶囊业务毛利率同比有所上升，主要系植物胶囊产量提升后固定成本摊销下降所致。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.67 亿元，同比增长 7.25%；实现利润总额 0.56 亿元，同比下降 13.38%，主要系投资收益较上年大幅下降所致。

图表 4 • 2023—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2024 年收入变化（%）	2024 年毛利率变化（百分点）
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）		
纤维素醚	11.28	72.45	25.52	13.95	71.32	19.13	23.76	-6.38
植物胶囊	2.46	15.79	54.19	4.10	20.96	56.45	66.89	2.26
其他业务	1.83	11.75	19.14	1.51	7.71	19.50	-17.50	0.36
合计	15.56	100.00	29.29	19.57	100.00	26.98	25.72	-2.31

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年报整理

跟踪期内，公司经营模式变化不大，仍结合销售计划与市场情况安排生产，销售模式仍以直销为主。公司设立了海外合资公司进行纤维素醚和植物胶囊的出口销售，主要包括联营企业 SD HEAD USA, LLC（以下简称“赫达美国公司”）与合营企业 HEAD SOLUTIONS,S.L.（以下简称“赫达西班牙公司”）。上述关联交易的定价原则为市场定价，结算方式均为外汇现金。2024 年，公司向赫达美国公司销售金额为 2.65 亿元，占同类交易金额的比重为 21.53%；向赫达西班牙公司销售金额为 1.39 亿元，占同类交易金额的比重为 11.26%。公司对赫达美国公司的纤维素醚销售价格高于同类交易市价较多，主要系公司出口美国产品以高端医药级纤维素醚为主，产品定价高于可获得同类交易市价。公司对关联方销售规模较大，且应收账款中关联方欠款占比较高，若关联方出现库存积压、销售价格不及预期，公司按照持股比例的分配的投资收益会减少或损失，同时将面临较大库存去化风险和应收账款减值风险。2024 年，公司向前五大客户的销售额占销售总额的 26.82%，其中关联方交易占 18.79%，销售集中度不高。

图表 5 • 公司关联交易情况

赫达美国公司				赫达西班牙公司			
产品种类	项目	2023 年	2024 年	产品种类	项目	2023 年	2024 年
纤维素醚	销售金额	2103.19 万元	2551.72 万元	纤维素醚	销售金额	3161.34 万元	2646.50 万元
	关联交易价格	34699 元/吨	36137 元/吨		关联交易价格	23737 元/吨	20795 元/吨
	同类交易市价	28548 元/吨	27929 元/吨		同类交易市价	24626 元/吨	22471 元/吨
植物胶囊	销售金额	10331.08 万元	23974.00 万元	植物胶囊	销售金额	10024.26 万元	11217.34 万元
	关联交易价格	191 元/万粒	200 元/万粒		关联交易价格	244 元/万粒	223 元/万粒
	同类交易市价	226 元/万粒	212 元/万粒		同类交易市价	226 元/万粒	212 元/万粒

注：同类交易市价是指公司销售所有客户的同类产品交易价格（含关联方）
资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年底，公司纤维素醚产能较上年底有所增长，主要系“4.1 万吨/年纤维素醚项目”产能爬坡所致，其中建材级纤维素醚的产能为 60000 吨，医药/食品级纤维素醚的产能为 14000 吨；公司植物胶囊产能不变。2024 年，公司纤维素醚产销量同比均有所增长，产能利用率有所提升，销售均价有所下降；植物胶囊产销量同比均大幅增长，产能利用率大幅提升但仍较低，销售均价同比有所下降。2024 年，公司产品产量大于销量，主要系公司于原材料价格较低时适量囤货所致。公司连续两年产量大于销量，

截至 2024 年底，公司自营产品库存量 11623.12 吨，较上年底增长 46.46%，未来若销售增长不及预期，公司将面临较大库存去化风险。

图表 6 • 公司产品产销情况

项目	指标	单位	2023 年	2024 年	2024 年同比变化
纤维素醚	期末产能	万吨/年	6.90	7.40	7.25%
	产量	万吨	4.60	5.47	18.90%
	销量	万吨	4.04	5.11	26.70%
	产能利用率	--	66.69%	73.94%	7.24 个百分点
	销售均价	万元/吨	2.79	2.73	-2.33%
植物胶囊	期末产能	万吨/年	350.00	350.00	0.00%
	产量	万吨	131.31	209.98	59.90%
	销量	万吨	110.19	194.90	76.87%
	产能利用率	--	37.52%	59.99%	22.48 个百分点
	销售均价	万元/吨	223.05	210.46	-5.65%

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司纤维素醚业务原材料主要为棉浆粕等大宗商品和普通化学品，采购价格随行就市；植物胶囊主要原材料为医药级纤维素醚，赫尔希均以市场价格向山东赫达采购。2024 年，公司主要原材料采购量均有所增长，主要系产量增加所致。价格方面，2024 年，公司木浆采购均价有所上升，其他主要原材料采购均价有所下降，主要系相关大宗商品市场价格下降所致。2024 年，公司向前五供应商的采购额占采购总额的 31.94%，采购集中度一般。

图表 7 • 公司原材料采购情况

原材料品种	项目	单位	2023 年	2024 年	2024 年同比变化
精制棉	采购量	万吨	0.73	0.61	-15.92%
	采购均价	元/吨	9033.40	8999.35	-0.38%
棉浆粕	采购量	万吨	2.47	3.08	24.97%
	采购均价	元/吨	9061.50	8912.41	-1.65%
木浆	采购量	万吨	0.38	1.07	180.10%
	采购均价	元/吨	9505.15	10884.59	14.51%
氯甲烷	采购量	万吨	2.86	3.51	22.96%
	采购均价	元/吨	2184.83	1927.33	-11.79%
环氧丙烷	采购量	万吨	0.61	0.83	36.05%
	采购均价	元/吨	8411.07	7979.42	-5.13%
液碱	采购量	万吨	4.33	5.46	26.08%
	采购均价	元/吨	1256.20	1236.34	-1.58%

资料来源：公司提供，联合资信整理

2024 年，受收入增长影响，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所上升，分别为 4.02 次和 0.49 次，受库存商品增加影响，公司存货周转次数同比有所下降，为 3.86 次。

2 未来发展

公司主要在建项目为植物胶囊产能建设，目前暂停，剩余资本支出压力不大。

截至 2024 年底，公司主要在建项目主要为产能建设，剩余资本支出压力不大。考虑到公司现有植物胶囊产能已较为充足，下表 2 号项目未建设部分和 3 号项目已暂停建设，公司将结合市场需求与产品迭代情况再决定是否恢复建设。未来，若新增产能顺利释放、产品结构持续优化，公司竞争力有望保持。

图表 8 • 截至 2024 年底公司主要在建项目情况

编号	项目名称	预算总额（亿元）	工程进度	投产时间	资金来源
1	纤维素醚产品包装自动化提升项目	0.35	95.00%	--	自筹
2	年产 165 亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目	2.09	62.98%	暂停	自筹
3	年产 150 亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目	1.82	6.14%	暂停	自筹
合计		4.26	--	--	--

资料来源：公司提供

(五) 财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，和信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。截至 2024 年底，公司合并范围内子公司合计 7 家，较 2023 年底新设 1 家，减少 1 家。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围较 2024 年底无变化。公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产质量一般，货币资金较紧张，应收账款及存货增长较快，对营运资金形成较大占用，未来若公司自身及关联方销售不及预期，应收账款及存货可能存在较大减值风险。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底有所增长，流动资产占比有所提升。其中，货币资金较上年底大幅增长，主要系经营积累所得，货币资金受限 2.44 亿元，受限比例高，主要用于银行承兑汇票保证金；应收账款大幅增长，主要系对关联方的应收款增长所致，账期 1 年以内的占 96.77%，未来若赫达美国公司与赫达西班牙公司销售不及预期，公司将面临较大应收账款减值风险；存货较上年底有所增长，主要系库存商品增加所致，未来若销售增长不及预期，公司将面临较大存货减值风险；应收账款及存货占流动资产比重较高，对营运资金形成较大占用；固定资产较上年底有所下降，主要系计提折旧所致。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模与结构较上年底变化不大，资产质量一般。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2024 年同比变化（%）	2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动资产	10.18	26.84	16.16	38.99	58.80	16.31	39.61
货币资金	2.37	6.26	4.89	11.79	105.95	4.99	12.11
应收账款	3.48	9.18	5.28	12.74	51.72	6.01	14.60
存货	3.18	8.39	4.22	10.18	32.60	4.08	9.91
非流动资产	27.75	73.16	25.30	61.01	-8.84	24.87	60.39
固定资产	21.80	57.49	20.58	49.64	-5.62	20.02	48.61
资产总额	37.93	100.00	41.46	100.00	9.32	41.18	100.00

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底有所增长，主要系经营规模扩大导致经营性负债增加所致。其中，短期借款有所增长，主要用于补充经营资金，应付票据大幅增长、应付账款有所下降，主要系公司用于结算的银行承兑汇票占比上升所致；长期借款大幅增长但规模仍较小，主要用于产能建设投入。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅下降，负债结构变化不大。

图表 10 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2024 年同比变化（%）	2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动负债	8.71	51.32	10.52	54.35	20.78	10.35	55.92
短期借款	1.89	11.14	2.55	13.15	34.61	2.75	14.84
应付票据	0.49	2.91	1.87	9.66	278.02	1.49	8.06

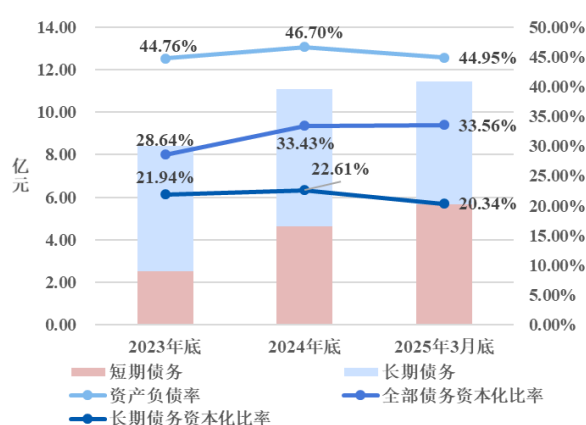
应付账款	5.04	29.66	4.40	22.74	-12.56	3.74	20.19
非流动负债	8.26	48.68	8.84	45.65	6.94	8.16	44.08
长期借款	0.74	4.38	1.10	5.68	47.89	0.39	2.08
应付债券	5.14	30.27	5.34	27.60	4.00	5.39	29.15
其他非流动负债	1.87	11.04	1.83	9.46	-2.25	1.85	9.97
负债总额	16.98	100.00	19.36	100.00	14.04	18.51	100.00

注：占比指占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 11.10 亿元，较上年底增长 32.03%，主要系短期借款与应付票据增加所致，短期债务占 41.84%，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均有所提高，但债务负担仍很轻。公司长期债务主要为可转债，将于 2029 年到期，未来集中偿付压力不大。

图表 11 · 公司债务指标变化



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司所有者权益 22.10 亿元，较上年底增长 5.49%，主要系利润积累所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 15.75%、7.45%、7.35%和 66.74%。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 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司营业总收入有所增长，费用控制情况尚可，总体盈利能力仍很强。

公司跟踪期内盈利情况详见章节“（四）经营方面”分析。2024 年，公司实现营业总收入 19.57 亿元，同比增长 25.72%；营业利润率为 25.97%，同比下降 2.33 个百分点；费用总额为 2.64 亿元，同比增长 23.39%，以管理和研发费用为主，期间费用率为 13.48%，费用控制情况尚可；实现利润总额 2.61 亿元，同比变化不大。

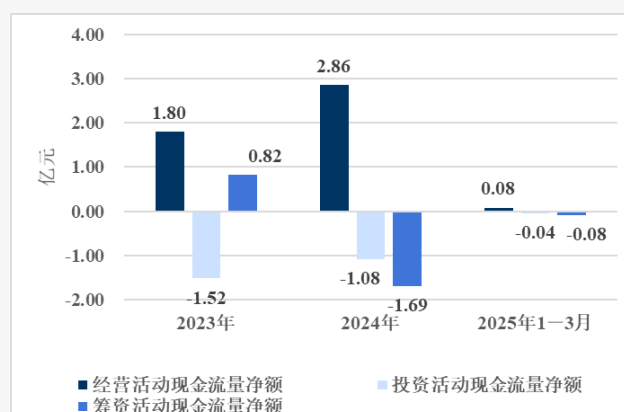
2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.67 亿元，同比增长 7.25%；实现利润总额 0.56 亿元，同比下降 13.38%。

图表 12 · 公司盈利指标变化情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
营业总收入	15.56	19.57	4.67
营业成本	11.00	14.29	3.49
费用总额	2.14	2.64	0.59
投资收益	0.31	0.14	0.03
利润总额	2.59	2.61	0.56
营业利润率	28.30	25.97	24.12
总资本收益率	8.26	7.80	--
净资产收益率	10.51	10.03	--
期间费用率	13.73	13.48	12.72

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 13 · 公司现金流变化情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

2024 年，公司现金收入比为 85.15%，较上年下降 10.20 个百分点，收入实现质量有所下降；经营活动现金净流入同比有所上升，主要系营业收入增加所致；投资活动现金净流出规模同比有所下降，主要系投资固定资产支出减少所致；筹资活动现金由净流入转为净流出，主要系支付的保函、银行承兑汇票及信用证保证金增加所致。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额同比大幅下降，投资活动与筹资活动为现金净流出，净流出规模不大。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现非常强；间接融资空间尚可，具备直接融资渠道。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	116.83	153.60
	速动比率（%）	80.29	113.49
	经营现金流动负债比（%）	20.63	27.19
	经营现金/短期债务（倍）	0.71	0.62
	现金短期债务比（倍）	1.15	1.15
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	4.39	5.48
	全部债务/EBITDA（倍）	1.92	2.02
	经营现金/全部债务（倍）	0.21	0.26
	EBITDA 利息倍数（倍）	19.59	14.69
	经营现金/利息支出（倍）	8.02	7.66

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司短期偿债指标表现非常强，经营现金和现金类资产对短期债务的覆盖程度很高；长期偿债指标有所弱化但仍非常强，经营现金及 EBITDA 对全部债务的保障程度较高，对利息的保障程度很高。2024 年，公司 EBITDA 为 5.48 亿元，同比增长 24.89%，主要由折旧（占 44.32%）、计入财务费用的利息支出（占 6.81%）和利润总额（占 47.56%）构成。整体看，公司偿债能力指标表现非常强。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在对合并范围外的担保事项。

截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 8.38 亿元（上年同期 6.05 亿元），已使用授信额度 3.90 亿元，间接融资空间尚可；同时，公司为上市公司，具备直接融资条件。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要从事纤维素醚业务，债务负担很轻。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 32.42 亿元，流动资产占 68.36%，货币资金为 3.41 亿元；负债总额 15.24 亿元，流动负债占比 40.78%；全部债务 9.04 亿元，短期债务占 34.25%，全部债务资本化比率为 34.48%，债务负担很轻。所有者权益为 17.19 亿元，权益稳定性一般。

2024 年，公司本部营业总收入为 14.70 亿元，利润总额为 0.84 亿元；经营活动现金流净额为 4.37 亿元，投资活动现金流净额 -1.53 亿元，筹资活动现金流净额 -2.88 亿元。

（六）ESG 分析

公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

公司发布了《山东赫达 2024 年度可持续发展报告》。

环境保护方面，公司高度重视环境保护与资源效率提升，建立了明确的能源管理体系及环保目标，持续投入环保治理，2024 年环保投入达 9526.66 万元。公司推动节能降耗技术应用，如利用生产废水处理产生的沼气替代天然气，优化工艺流程降低蒸汽消耗。

同时，公司推进可再生能源应用，光伏发电量达 234 万千瓦时。公司制定了严格的污染物排放管理制度，确保废水、废气 100%达标排放，危险废弃物合规处置率达 100%。其高青工厂与周村工厂分别获得 EcoVadis 银牌和铜牌认证，标志着其环保管理实践获得国际认可。报告期内，公司未发生重大安全环保事故。

社会责任履行方面，公司重视创新驱动、产品质量保障、员工关怀及社区贡献。公司严格执行质量管理体系，报告期内无因健康安全原因导致的产品召回事件。在员工权益方面，公司确保劳动合同签订率、社会保险覆盖率达 100%，注重员工培训与发展（2024 年培训覆盖率 98%，人均年培训时长 53.47 小时），并设立困难员工帮扶机制。公司积极履行社区责任，组织志愿者活动（63 人团队参与活动 17 次），向地方慈善机构捐款，并开展大学生就业体验等公益项目。

公司治理结构较为规范。公司董事会结构多元，7 名董事中包含 3 名独立董事。公司建立了较为完善的合规与风险内控体系，全体员工签订廉政承诺书，并与超千家合作方签订廉政协议，报告期内未发现商业道德违规事件。公司注重投资者关系管理，定期召开股东大会（4 次）、董事会（11 次）。在信息披露方面，严格遵守监管规定。供应链管理上，公司通过 SMETA 审核，要求所有供应商签署行为准则，并将 ESG 表现纳入供应商评估体系，推动产业链的可持续发展。

七、债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对“赫达转债”余额的保障程度很高。考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“赫达转债”的保障能力或将增强。

截至 2025 年 5 月 23 日，“赫达转债”余额为 6.00 亿元，将于 2029 年到期偿付。2024 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入和经营活动现金流净额分别为“赫达转债”余额的 0.85 倍、2.75 倍和 0.43 倍，对“赫达转债”保障程度很高。考虑到未来转股可能，公司实际债务负担可能低于测算值。

八、跟踪评级结论

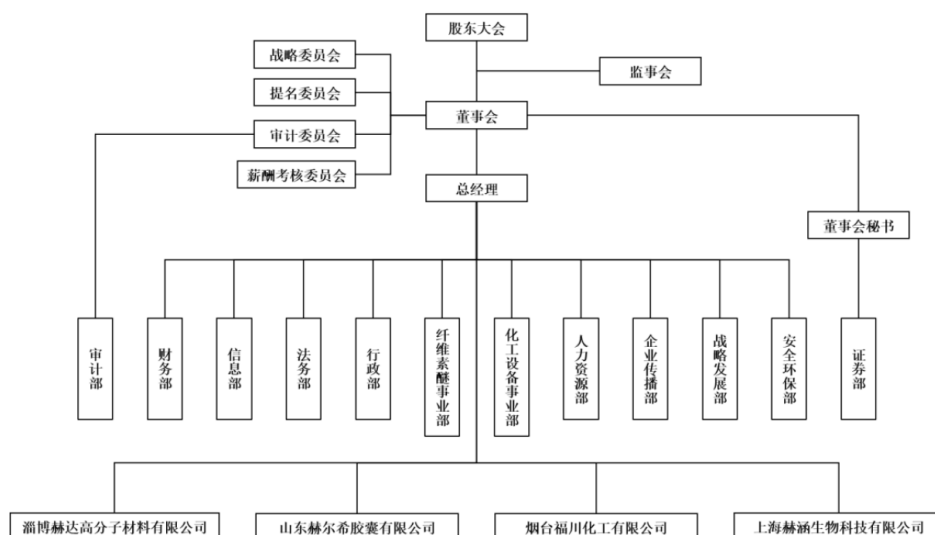
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“赫达转债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 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 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东赫尔希胶囊有限公司	9750.00	植物胶囊的研发、生产、销售	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.91	5.34	5.10
应收账款（亿元）	3.48	5.28	6.01
其他应收款（合计）（亿元）	0.39	0.63	0.55
存货（亿元）	3.18	4.22	4.08
长期股权投资（亿元）	0.41	0.31	0.30
固定资产（亿元）	21.80	20.58	20.02
在建工程（亿元）	1.65	0.61	0.71
资产总额（亿元）	37.93	41.46	41.18
实收资本（亿元）	3.42	3.48	3.48
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	20.95	22.10	22.67
短期债务（亿元）	2.52	4.64	5.66
长期债务（亿元）	5.89	6.46	5.79
全部债务（亿元）	8.41	11.10	11.45
营业总收入（亿元）	15.56	19.57	4.67
营业成本（亿元）	11.00	14.29	3.49
其他收益（亿元）	0.11	0.14	0.05
利润总额（亿元）	2.59	2.61	0.56
EBITDA（亿元）	4.39	5.48	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.84	16.66	3.85
经营活动现金流入小计（亿元）	15.26	16.95	3.94
经营活动现金流量净额（亿元）	1.80	2.86	0.08
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.52	-1.08	-0.04
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.82	-1.69	-0.08
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.82	4.02	--
存货周转次数（次）	3.93	3.86	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.49	--
现金收入比（%）	95.35	85.15	82.56
营业利润率（%）	28.30	25.97	24.12
总资本收益率（%）	8.26	7.80	--
净资产收益率（%）	10.51	10.03	--
长期债务资本化比率（%）	21.94	22.61	20.34
全部债务资本化比率（%）	28.64	33.43	33.56
资产负债率（%）	44.76	46.70	44.95
流动比率（%）	116.83	153.60	157.59
速动比率（%）	80.29	113.49	118.17
经营现金流动负债比（%）	20.63	27.19	--
现金短期债务比（倍）	1.15	1.15	0.90
EBITDA 利息倍数（倍）	19.59	14.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.92	2.02	--

注：1. 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；2. 公司 2025 年一季度合并财务报表未经审计；3. 公司 2023 年底数据使用 2024 年期初数据；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	1.44	3.64
应收账款（亿元）	2.77	3.20
其他应收款（合计）（亿元）	10.99	11.95
存货（亿元）	2.32	2.36
长期股权投资（亿元）	3.70	3.63
固定资产（合计）（亿元）	6.27	5.55
在建工程（合计）（亿元）	0.13	0.24
资产总额（亿元）	28.95	32.42
实收资本（亿元）	3.42	3.48
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	17.55	17.19
短期债务（亿元）	1.19	3.10
长期债务（亿元）	5.73	5.95
全部债务（亿元）	6.92	9.04
营业总收入（亿元）	13.50	14.70
营业成本（亿元）	10.12	12.11
其他收益（亿元）	0.08	0.10
利润总额（亿元）	2.17	0.84
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.73	13.00
经营活动现金流入小计（亿元）	12.70	13.87
经营活动现金流量净额（亿元）	1.45	4.37
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.23	-1.53
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.47	-2.88
财务指标		
销售债权周转次数（次）	4.13	4.19
存货周转次数（次）	4.71	5.18
总资产周转次数（次）	0.52	0.48
现金收入比（%）	86.89	88.47
营业利润率（%）	24.41	16.97
总资本收益率（%）	8.49	3.77
净资产收益率（%）	10.80	4.18
长期债务资本化比率（%）	24.63	25.70
全部债务资本化比率（%）	28.28	34.48
资产负债率（%）	39.38	46.99
流动比率（%）	331.16	245.65
速动比率（%）	288.83	219.46
经营现金流动负债比（%）	26.50	48.41
现金短期债务比（倍）	1.22	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

注：1. 公司本部未披露 2025 年一季度财务报表；2. “--” 表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 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