垒知控股集团股份有限公司
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

www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2025〕5213 号

联合资信评估股份有限公司通过对垒知控股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，确定维持垒知控股集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^{-}，维持“垒知转债”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：

二〇二五年六月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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垒知控股集团股份有限公司（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。

垒知控股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
垒知控股集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/06/25
垒知转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

跟踪期内，垒知控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）外加剂新材料业务保持了产能规模优势和区域市场竞争优势；工程、交通、电子电气等检测领域资质较为齐全。但受国内基础设施建设项目投资增速放缓，房地产开发项目投资增速下降等因素影响，公司新型建筑材料产品量价齐跌，营业收入和利润总额同比均有所下降。财务方面，随着公司业务规模收缩，资产和负债规模均有所下降，公司业务结算周期长，应收类款项规模大，对资金形成一定占用。同时，公司对供应商的经营性占款较多，在建项目尚需投资较大，公司存在一定的资本支出压力，有息债务继续下降，整体债务负担轻，资产受限比例很低，公司偿债能力指标表现非常好。综合公司经营和财务表现，公司整体偿债能力仍属很强。

跟踪期内，公司对“垒知转债”的保障能力仍属较强，同时考虑到“垒知转债”已进入转股期，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻，本期债券违约概率很低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

随着在建项目投产，公司在外加剂产品的生产规模有望保持稳定，联合资信将持续关注公司在建外加剂产能释放后的市场消纳情况。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司产能规模扩张，盈利能力大幅提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：实际控制人失去公司控制权，行业景气度持续下降，公司主要产品盈利能力持续弱化；公司应收账款回收困难，债务负担显著上升，偿债能力大幅下降；下游需求放缓，公司在建项目产能释放不及预期，进而对公司经营或财务状况产生较大不利影响。

优势

- **公司新型建筑材料产品生产制造能力强，建设综合技术服务业务资质较齐全。**截至 2024 年底，公司国内外加剂合成总产能达 135.90 万吨，可提供 100 余种混凝土外加剂及相关产品。公司在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海的市场占有率均排名第一。公司全资子公司健研检测集团有限公司（以下简称“健研集团”）是福建省知名的工程检测机构，工程、交通、电子电气等检测领域资质较为齐全。截至 2024 年底，公司授权有效专利数 645 件，新增科技资质 14 个（合计 88 个），新增科技平台 3 个（合计 34 个）。
- **公司债务负担轻，偿债能力指标表现非常好。**截至 2024 年底，公司全部债务 5.39 亿元；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 38.82%、12.84%和 12.59%。截至 2024 年底，公司现金短期债务比为 102.44 倍。2024 年，公司 EBITDA 利息倍数为 5.92 倍；全部债务/EBITDA 为 3.20 倍。

关注

- **下游行业景气度低迷，需求不振。**2024 年，公司新型建筑材料业务和建设综合技术服务业务收入同比分别下降 12.17%和 21.85%。其中，公司新型建筑材料业务主要产品量价齐跌，产能利用率同比继续下降且保持低水平。
- **公司应收类款项规模大，对资金形成占用。**截至 2024 年底，公司应收票据、应收账款及其他应收款合计 27.14 亿元，占期末资产总额的 45.41%。

■ **公司所有者权益稳定性有待提升；需持续关注公司控制权稳定性。**截至 2024 年底，公司所有者权益中未分配利润占 72.94%。截至 2025 年 3 月底，公司实际控制人蔡永太直接持股 16.67%，其中质押股份占其所持股份的 33.87%；公司股东麻秀星、李晓斌和黄明辉委托蔡永太行使表决权，蔡永太拥有表决权的股份占公司总股本的 22.80%。公司实际控制人的直接持股比例和拥有表决权的股份数较低。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 化工企业信用评级方法（V4.0.202208）

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）

本次评级打分表及结果

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	2
			经营分析	4
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构		2
		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：公司个体调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
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。

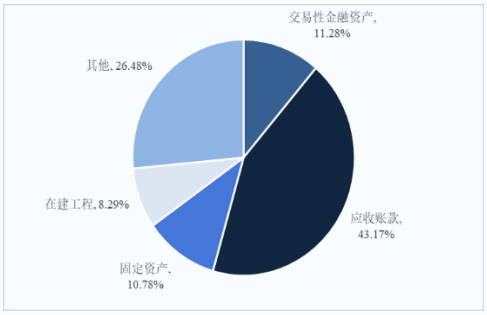
主要财务数据

合并口径			
项　目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	15.10	12.32	12.37
资产总额（亿元）	64.72	59.77	58.26
所有者权益（亿元）	37.28	36.57	36.89
短期债务（亿元）	1.85	0.12	0.18
长期债务（亿元）	4.56	5.27	5.87
全部债务（亿元）	6.41	5.39	6.05
营业总收入（亿元）	30.58	26.17	5.30
利润总额（亿元）	1.70	0.48	0.42
EBITDA（亿元）	2.98	1.69	--
经营性净现金流（亿元）	4.37	3.34	0.79
营业利润率（%）	24.21	21.52	20.80
净资产收益率（%）	4.09	1.33	--
资产负债率（%）	42.40	38.82	36.67
全部债务资本化比率（%）	14.66	12.84	14.10
流动比率（%）	207.77	227.09	253.86
经营现金流动负债比（%）	19.30	18.86	--
现金短期债务比（倍）	8.16	102.44	67.81
EBITDA 利息倍数（倍）	11.49	5.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.15	3.20	--

公司本部口径		
项　目	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	20.64	20.01
所有者权益（亿元）	13.41	11.97
全部债务（亿元）	3.60	3.82
营业总收入（亿元）	0.01	0.02
利润总额（亿元）	0.07	0.00
资产负债率（%）	35.03	40.18
全部债务资本化比率（%）	21.17	24.20
流动比率（%）	255.87	198.16
经营现金流动负债比（%）	79.24	45.92

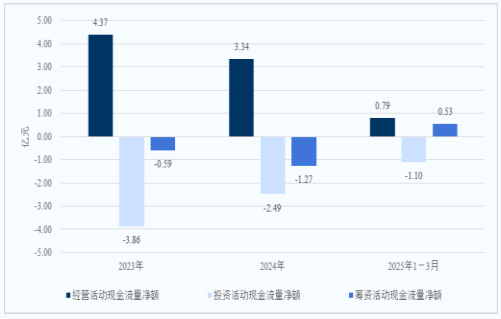
注：1. 公司合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计，未披露公司本部 2025 年一季度财务报表；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告中公司 2023 年财务数据为 2024 年财务报告调整后期初数；4. “--”表示指标不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底公司资产构成

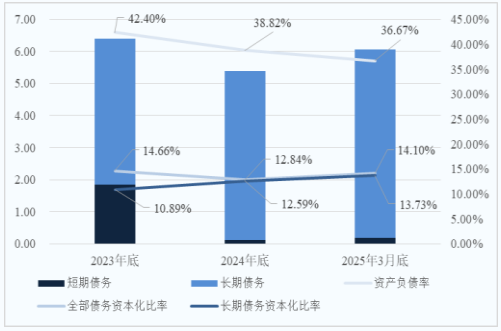


2024 年公司收入构成

2023－2024 年及 2025 年 1－3 月公司现金流情况



2023－2024 年底及 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	债券余额	到期兑付日	转股期	最新转股价格
垒知转债	3.9630 亿元	3.9586 亿元	2028/04/21	2022 年 10 月 27 日至 2028 年 4 月 20 日	7.59 元/股

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
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
垒知转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/14	王皓　毛文娟	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
垒知转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2021/07/12	张博　毛文娟	化工行业企业信用评级方法 V3.0.201907 化工企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	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：王皓　wanghao@lhratings.com

项目组成员：苏柏文　subw@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”）关于垒知控股集团股份有限公司（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

公司前身为厦门市建筑科学研究所，成立于 1980 年。截至 2025 年 3 月底，公司实收资本为 6.98 亿元，自然人蔡永太直接持股 16.67%，公司股东麻秀星、李晓斌和黄明辉委托蔡永太行使表决权，蔡永太拥有表决权的股份占公司总股本的 22.80%，为公司实际控制人；蔡永太质押股份占其所持股份比例为 33.87%。公司实际控制人的直接持股比例和拥有表决权的股份数较低。

公司主营业务为建设综合技术服务和新型建筑材料业务，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2025 年 3 月底，公司下设多个职能部门，详见附件 1-2；在职员工 2665 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 59.77 亿元，所有者权益 36.57 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 26.17 亿元，利润总额 0.48 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 58.26 亿元，所有者权益 36.89 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.30 亿元，利润总额 0.42 亿元。

公司注册地址：福建省厦门市思明区湖滨南路 62 号；法定代表人：蔡永太。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券见下表，截至 2025 年 3 月底，“垒知转债”累计完成转股 55806 股，剩余可转债金额为 395864000.00 元。

2025 年 4 月 26 日，公司发布《关于年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，募投项目“重庆建研科之杰建材有限公司外加剂建设项目”“高性能混凝土添加剂生产基地项目（一期）”“年产 12.9 万吨高效混凝土添加剂和 6 万吨泵送剂技改项目”及“高性能混凝土添加剂工程”已完成产线建设，并正式投入运营，上述四个募投项目结项后的节余 9057.92 万元永久性补充流动资金，用于公司日常经营及业务发展。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底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
垒知转债	3.9630	3.9586	2022/04/21	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

2024 年化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动。化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化，从 SW 化工行业财务表现来看，化工行业整体仍呈现增收不增利，行业债务负担虽有所加重，但资产负债率仍较低。未来，化工企业成本端压力有望减轻，新增投资支出已有所收缩，虽然国际需求面临不确定，但国内需求在政策支持下有望保持增长。行业景气度或将有所回升。完整版行业分析详见《2025 年化工行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司外加剂新材料业务保持了产能规模优势和在区域市场竞争优势；工程、交通、电子电气等检测领域资质较为齐全。公司过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化。

公司外加剂新材料业务主要由全资子公司科之杰新材料集团有限公司（以下简称“科之杰集团”）负责运营。公司拥有聚羧酸合成、萘系合成、脂肪族合成、氨基合成等多种外加剂合成生产线，截至 2024 年底，公司国内外加剂合成总产能达 135.90 万吨，可提供 100 余种混凝土外加剂及相关产品。2024 年，公司市场占有率同比提升 0.5 个百分点至 10.50%。在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海的市场占有率均排名第一，其中，福建、海南及贵州当地市占率超过 30%[1]。公司是混凝土外加剂产品生产与应用技术集成方案提供商，也是 CRCC 高铁产品质量认证的合格供应商，其自主研究开发的“Point 点石”牌外加剂新材料被全国高科技建筑建材产业化委员会品牌评价中心评为“中国外加剂新材料行业最具影响力品牌”。

公司全资子公司健研检测集团有限公司（以下简称“健研集团”）是福建省知名的工程检测机构，综合实力强。公司拥有 CMA 资质认定、CNAS 实验室认可与检验机构认可、福建省建设工程质量检测机构资质（全部四个专项及见证取样检测）、公路工程综合甲级、公路工程桥梁隧道工程专项、水利工程质量检测甲级（混凝土工程类与岩土工程类）、水运工程材料乙级、水运工程结构乙级等多项重要资质，是福建省建设系统最早取得跨建设与交通、水利系统检测资质的检测机构，同时还是福建省建筑能效测评机构；此外，公司还获得建筑门窗节能性能标识实验室、测绘乙级资质、工程勘察专业类（岩土工程（物探测试监测检测））乙级、消防技术服务机构及社会化环境检测机构等多项外延式检测资质。在电子电气检测认证方面，公司已获得澳大利亚 SAA Approvals 认可实验室资质，成为福建省第一家获得澳洲 SAA 资质的独立第三方检测机构。在无线通信领域，公司取得美国 A2LA，美国 FCC、加拿大 IC 等北美市场实验室认可资质。

2024 年，公司新增科技项目 156 项、科技奖励 4 项、发表论文 95 篇、授权专利 56 件、科技资质 14 个、科技平台 3 个。截至 2024 年底，公司授权有效专利数 645 件，新增科技资质 14 个（合计 88 个），新增科技平台 3 个（合计 34 个）。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2025 年 5 月 14 日，公司本部未结清信贷中无不良/违约类贷款；根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，未发现公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上存在重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构稳定；主要管理制度未发生重大变化；董事、监事及高管人员未发生重大变化。

根据 2024 年 10 月 29 日公司发布的公告内容，公司对《公司章程》第六条及第十九条进行了修改，注册资本由 71362.1738 万元变更为 69801.5173 万元，股份总数由 71362.1738 万股变更为 69801.5173 万股，均为普通股。此外，公司修改了第八条、第二十八条、第三十二条等条款的内容。

[1] 正文中市场占有率数据均来自公司 2024 年年度报告

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司下游的建筑建材行业景气度下降，公司营业总收入规模收缩，综合毛利率下降。2025 年一季度，公司营业总收入小幅下降，利润总额同比下降。

公司业务主要包括建设综合技术服务和新型建筑材料业务，业务范围还涉及建筑特种施工、软硬件销售及服务等。

受国内基础设施建设项目投资增速放缓，房地产开发项目投资增速下降等因素影响，公司下游的建筑建材行业景气度继续下行，2024 年，公司营业总收入同比下降 14.42%。其中，公司新型建筑材料业务收入同比下降 12.17%，主要系外加剂产品量价齐跌所致；受建设工程总量下降影响，建设综合技术服务业务竞争加剧，收入同比下降 21.85%，该类业务收入占比有所下降；公司报告期内参与建设贵阳、炎陵抽水蓄能电站及大塘风电场等大型项目的建设，建筑特种施工业务收入同比下降 70.59%；软硬件销售计服务业务收入同比下降 11.26%，主要系房地产投资增速下滑所致；其他板块收入占比较小。

毛利率方面，2024 年，受外加剂价格下降影响，公司新型建筑材料毛利率同比下降；受福建地区出台针对工程检测业务限制价格，公司建设综合技术服务业务毛利率同比上升；软硬件销售及服务业务毛利率同比变动不大。综合影响下，2024 年，公司综合毛利率同比下降 2.68 个百分点；

2025 年 1－3 月，公司营业总收入同比小幅增长；外加剂产品价格继续下降，导致公司综合毛利率同比下降 3.36 个百分点，利润总额同比下降 13.41%。

图表 2 • 2023－2024 年及 2025 年 1－3 月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			2025 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
新型建筑材料	24.23	79.22%	22.82%	21.28	81.30%	18.83%	4.24	79.93%	17.81%
建设综合技术服务	4.21	13.77%	32.62%	3.29	12.58%	38.60%	0.75	14.10%	37.18%
建筑特种施工	0.34	1.12%	13.03%	0.10	0.38%	54.26%	0.03	0.52%	23.91%
软硬件销售及服务	1.51	4.94%	24.21%	1.34	5.11%	23.51%	0.27	5.04%	30.44%
其他	0.29	0.95%	98.57%	0.16	0.63%	93.73%	0.02	0.41%	92.62%
合计	**30.58**	**100.00%**	**24.84%**	**26.17**	**100.00%**	**22.16%**	**5.30**	**100.00%**	**21.51%**

注：尾差系单位和四舍五入所致
资料来源：公司提供

（1）新型建筑材料业务

跟踪期内，受下游行业需求不振和部分原材料价格下降影响，公司新型建筑材料业务主要产品量价齐跌，产能利用率低。

公司新型建筑材料业务主要包括外加剂新材料和商品混凝土业务等，外加剂新材料业务主要由全资子公司科之杰集团及其下属公司运营，商品混凝土主要由全资子公司厦门天润锦龙建材有限公司（以下简称“天润锦龙”）及其下属公司运营。

外加剂新材料

原材料方面，公司主要采购聚醚单体、丙烯酸、工业萘、甲醛、丙酮等原材料，利用自己的合成生产线合成相应减水剂母液；较少地区直接对外采购减水剂母液或粉剂，然后根据客户需求制定最佳复配方案，进一步添加其他改性外加剂，复配成浓度不同、性能各异的不同类型的混凝土外加剂，综上所述，各类原材料的采购量存在波动。跟踪期内，公司采购模式无重大变化，结算方式增加供应链金融产品结算[2]。

2024 年，受市场供需关系影响，丙酮采购均价同比上涨 11.74%，其余原材料价格同比变动不大。2025 年一季度，丙酮价格有所回落，丙烯酸采购均价较 2024 年增长 14.14%。公司主要原材料价格可能存在波动，对公司的成本控制将产生不确定性风险。

[2] 在供应链金融的融资业务中，涉及的贷款及利息支付主体可灵活约定为由供应商自身支付或核心企业支付。就目前情况而言，公司与银行协商确定的模式是均由供应商进行支付。

图表 3 • 2023－2024 年及 2025 年 1－3 月公司外加剂主要原材料采购情况 （单位：万吨、元/吨）

项目	2023 年		2024 年		2025 年 1－3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
聚醚单体	19.28	5204.19	18.11	5418.08	3.76	5434.49
丙烯酸	1.22	6154.04	1.21	6100.50	0.24	6962.91
工业萘	0.24	5362.03	0.02	5249.77	/	/
丙酮	0.50	5760.42	0.55	6436.60	0.05	5632.50
甲醛	1.54	1199.38	0.19	1237.83	0.02	1185.65

注：公司一季度未采购工业萘，以“/”代表
资料来源：公司提供

公司外加剂新材料业务主要产品包括高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料等。跟踪期内，公司生产模式和生产能力未发生重大变化，公司采取以销定产的模式，外加剂产品产销率保持高水平。

2024 年，受市场需求变化影响，公司高性能减水剂产能利用率小幅下降 3.33 个百分点，高效减水剂产能利用率同比下降 10.41 个百分点；减水剂产品销售均价同比下降 17.81%。2025 年 1－3 月，受春节假期、建筑施工进入淡季等因素影响，公司高性能和高效减水剂产能利用率低，产品销售均价较 2024 年全年下降 2.85%。

图表 4 • 2023－2024 年及 2025 年 1－3 月公司外加剂产销情况 （单位：万吨/年、万吨、元/吨）

产品		2023 年	2024 年	2025 年 1－3 月
高性能减水剂	产能（合成）	99.00	106.00	32.25
	产量（合成）	62.80	63.71	12.25
	产能利用率（合成）	63.43%	60.10%	37.98%
	产量（复配）	122.00	125.32	26.30
高效减水剂	产能（合成）	39.90	29.90	7.48
	产量（合成）	7.09	2.20	0.20
	产能利用率（合成）	17.77%	7.36%	2.68%
	产量（复配）	13.00	5.68	0.54
产量合计（复配）		**138.00**	**131.00**	**26.84**
销量合计		**138.00**	**131.21**	**26.84**
销售均价		1825.41	1500.30	1457.53
产销率		100.00%	100.16%	100.00%

资料来源：公司提供

商品混凝土

公司生产商品混凝土所需主要原材料为水泥、碎石、砂、粉煤灰、矿粉、混凝土外加剂等。跟踪期内，商品混凝土业务采购、生产、销售和结算模式均未发生重大变化。

跟踪期内，公司商品混凝土产能稳定，共拥有三座搅拌楼及三条 180m³/h 生产线，商品混凝土产能为 90.00 万立方米/年；公司商品混凝土产能利用率持续下降，主要系房地产投资增速下降，商品混凝土需求量下滑所致；商品混凝土销售价格波动较小；商品混凝土产销率保持高水平。

图表 5 • 2023－2024 年及 2025 年 1－3 月公司商品混凝土产销情况

产品	2023 年	2024 年	2025 年 1－3 月
产能（万立方米/年）	90.00	90.00	22.50
产量（万立方米）	48.44	45.44	10.60
销量（万立方米）	48.44	45.44	10.60

销售价格（元/立方米）	331.85	336.36	334.99
产能利用率	53.82%	50.49%	47.11%
产销率	100.00%	100.00%	99.96%

资料来源：公司提供

（2）建设综合技术服务

公司建设综合技术服务领域涉及范围广，拥有多项检测资质。跟踪期内，下游建筑、房地产等行业景气度下降，导致该板块业务规模下降。

公司建设综合技术服务主要是由子公司健研集团及其下属公司运营，主要为工程可研、建设、运维全寿命周期提供检测、测绘、勘察、设计、评估、咨询和培训等技术服务。工程领域包括建设、市政、公路、港口和铁路等，同时公司还为环境卫生、工业品等多领域提供检测与认证服务。

公司产业群分布福建省、上海市、重庆市、海南省等地区。健研集团拥有多领域、全方位的检测与认证实力，是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构。公司下辖的健研检测集团重庆有限公司及海南天润工程检测中心有限公司均为当地资质等级最高的建设工程检测机构，垒智设计集团有限公司也是当地资质等级最高、技术力量雄厚的综合性设计企业。2024 年，公司承承接世界单体规模最大、跨度最长的民航飞机维修库厦门太古翔安新机场维修基地的桩基检测、厦门 266 米高楼白鹭西塔主体结构钢结构检测等项目。

2 在建项目和未来发展

公司在建项目仍存在一定资本支出需求，随着在建项目投产，公司在外加剂产品的生产能力有望提升，建设综合技术服务业务在长三角的服务能力亦有望提升，但考虑到公司现有产能利用率低且下游景气度不佳等因素，联合资信将持续关注公司在建外加剂产能释放后的市场消纳情况和建设综合技术服务业务拓展情况。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额为 8.93 亿元，已投资 4.95 亿元，后续仍有一定资本支出需求。项目投产后，公司在外加剂产品的生产规模有望扩大，建设综合技术服务业务在长三角的服务能力亦有望提升。但考虑到建筑建材行业的低迷表现，联合资信将持续关注公司在建外加剂产能释放后的市场消纳情况和建设综合技术服务业务拓展情况。

图表 6 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况 （单位：亿元）

在建项目名称	总投资额	截至 2025 年 3 月底已投资
垒知上海科创园	7.48	3.72
垒知化学高性能烷氧基化衍生物产业化项目（一期）	0.69	0.64
云南科之杰高性能混凝土添加剂项目	0.75	0.59
合计	**8.93**	**4.95**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2024 年，公司新设立子公司垒知科技集团（南京）有限公司，注销子公司 2 家，上述公司业务规模不大，财务数据可比性强。本报告中公司 2023 财务数据为 2024 年财务报告调整后期初数。

2025 年 1—3 月，公司合并范围较 2024 年底无变化。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着公司业务规模下降，资产和负债规模均有所下降；其中，资产中应收类款项规模大，对资金形成占用，整体看公司资产质量一般。公司所有者权益小幅下降，权益结构稳定性有待加强；公司有息债务继续下降，整体债务负担轻，结构合理。

资产方面，跟踪期内，随着公司业务规模下降，公司资产规模较年初下降 7.66%，资产构成仍以流动资产为主。截至 2024 年底，公司货币资金较年初下降 27.12%，主要系销售规模下降、回购库存股和限制性股票支付的现金、购买理财产品支付的现金增加所致，主要由银行存款构成（占 97.61%）；交易性金融资产较年初小幅增长。截至 2024 年底，公司期末持有未到期的银行承兑汇票减少，导致应收款项融资较年初下降 52.25%；公司应收账款较年初下降 13.39%，主要系公司为应对行业下行风险，加大了应收账款的催收力度和坏账准备计提力度所致，期末累计计提坏账准备 3.95 亿元，坏账计提比例为 13.27%，账期在 1 年以内（含 1 年）的应收账款占 72.22%。公司应收账款前五大欠款方合计应收账款金额为 2.37 亿元，占比为 7.96%，集中度一般。

截至 2024 年底，公司其他权益工具投资主要由有棵树科技股份有限公司（以下简称“有棵树公司”）、铜仁农村商业银行股份有限公司和福州赢泰投资合伙企业（有限合伙）股权构成。其中，2024 年，有棵树公司完成债务重组，过程中形成股本溢价 14.16 亿元，公司以公允价格计量当期利得 0.34 亿元，公司对有棵树公司其他权益工具投资期末余额为 0.70 亿元。截至 2024 年底，公司长期股权投资较年初增长 11.29%，主要系权益法下确认的投资收益增加所致，此外，期末长期股权投资新增 Ktop Materials Co., Ltd，该公司是公司与泰国当地企业合作销售外加剂的经营主体。2024 年，公司仍保持一定规模的资本支出，用于垒知上海科创园建设、外加剂产能扩充建设厂房和购置机器设备的投入，期末固定资产（合计）和在建工程（合计）较年初分别增长 6.05%和 37.96%，其中，固定资产累计计提折旧 6.65 亿元。截至 2024 年底，公司商誉较年初有所下降，主要系计提垒知科技集团有限公司（及其子公司）商誉减值 0.21 亿元所致。截至 2024 年底，公司受限资产合计 4.88 亿元，资产受限比例为 8.16%，受限资产主要为抵押的在建工程和无形资产、以及已背书未终止确认的应收账款。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额及结构较上年底变动不大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**47.07**	**72.73%**	**40.23**	**67.30%**	**38.78**	**66.56%**
货币资金	3.20	4.94%	2.33	3.90%	2.55	4.38%
交易性金融资产	6.23	9.62%	6.74	11.28%	7.08	12.15%
应收账款	29.79	46.03%	25.80	43.17%	24.24	41.61%
应收款项融资	4.40	6.80%	2.10	3.52%	1.51	2.60%
非流动资产	**17.65**	**27.27%**	**19.54**	**32.70%**	**19.48**	**33.44%**
其他权益工具投资	0.56	0.86%	0.90	1.50%	0.84	1.44%
长期股权投资	1.54	2.38%	1.72	2.87%	1.78	3.05%
固定资产（合计）	6.07	9.38%	6.44	10.78%	6.25	10.72%
在建工程（合计）	3.59	5.55%	4.95	8.29%	5.12	8.78%
商誉	1.48	2.29%	1.27	2.13%	1.27	2.18%
资产总额	**64.72**	**100.00%**	**59.77**	**100.00%**	**58.26**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资本结构方面，截至 2024 年底，公司负债规模较年初下降 15.47%，仍以流动负债为主。其中，受公司应付票据到期还款及采用供应链金融产品结算增加，应付票据结算减少影响，应付票据较年初大幅下降。当期，公司业务规模下降，应付采购货款和外部协作费下降使得 2024 年底公司应付账款较年初有所下降。截至 2024 年底，公司长期借款较年初增长，主要系当期新增抵押、保证借款所致；应付债券仍为“垒知转债”负债成分。截至 2025 年 3 月底，公司负债规模、结构较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司所有者权益规模小幅下降。期末公司实收资本和资本公积较年初分别减少 0.16 亿元和 0.55 亿元，主要系公司回购注销库存股和“2020 年限制性股票激励计划”的限制性股票所致；公司权益构成以未分配利润为主，结构稳定性有待增强。

截至 2025 年 3 月底，公司负债、所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

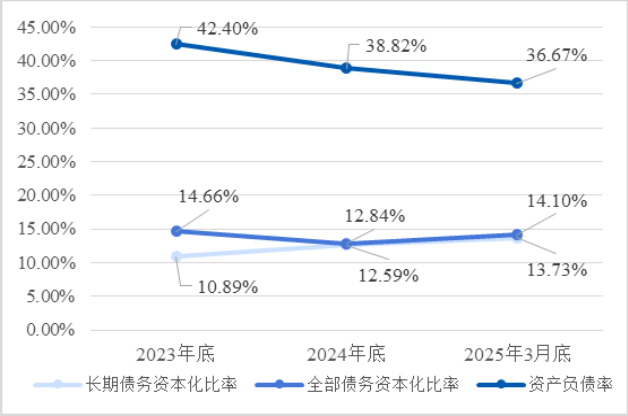
图表 8 • 公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	**22.66**	**82.55%**	**17.71**	**76.35%**	**15.27**	**71.50%**
应付票据	1.76	6.41%	0.05	0.22%	0.11	0.50%
应付账款	18.74	68.29%	15.97	68.84%	13.80	64.58%
非流动负债	**4.79**	**17.45%**	**5.49**	**23.65%**	**6.09**	**28.50%**
长期借款	0.70	2.56%	1.26	5.44%	1.82	8.52%
应付债券	3.58	13.05%	3.79	16.35%	3.84	18.00%
负债总额	**27.45**	**100.00%**	**23.20**	**100.00%**	**21.36**	**100.00%**
实收资本	7.14	19.14%	6.98	19.09%	6.98	18.92%
资本公积	3.21	8.61%	2.66	7.27%	2.66	7.20%
未分配利润	26.73	71.71%	26.67	72.94%	27.04	73.31%
归属于母公司所有者权益合计	**36.88**	**98.93%**	**36.20**	**98.98%**	**36.52**	**98.99%**
少数股东权益	0.40	1.07%	0.37	1.02%	0.37	1.01%
所有者权益合计	**37.28**	**100.00%**	**36.57**	**100.00%**	**36.89**	**100.00%**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

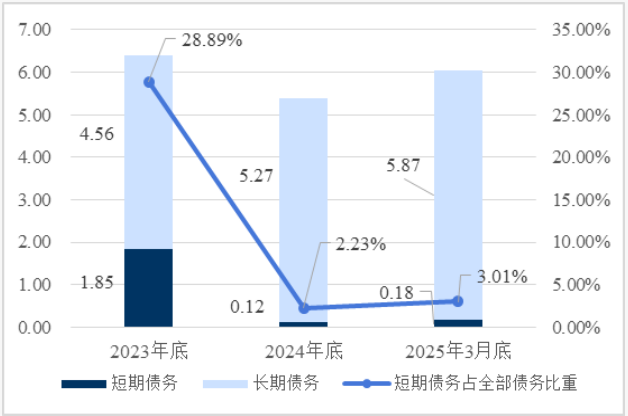
截至 2024 年底，公司全部债务较年初下降 15.87%至 5.39 亿元，以长期债务为主；债务到期期限集中在 3 年及以后（占 95.92%），期限结构合理。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 38.82%、12.84%和 12.59%，较上年底分别下降 3.59 个百分点、下降 1.82 个百分点和提高 1.71 个百分点。公司债务负担轻[3]。

图表 9 • 2023－2024 年底及 2025 年 3 月底公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 2023－2024 年底及 2025 年 3 月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

2 盈利能力、现金流及偿债指标变化

跟踪期内，公司收入和利润均同比下降，整体盈利能力下降。2024 年，公司经营现金流保持净流入下降，但收入实现质量好，经营活动获现可以满足投资支出需求，外部融资压力较小。受公司盈利能力下降影响，偿债指标表现趋弱，但考虑公司有息债务规模较小且以可转债为主，期限相对较长，短期偿债压力不大，公司整体偿债能力指标仍属非常强。

2024 年，受公司经营规模收缩影响，营业总收入、营业成本和费用总额均有所下降，但公司期间费用率同比提升 0.54 个百分点至 18.38%，费用控制能力有待提升。非经常性损益方面，2024 年，公司资产减值损失和信用减值损失分别为 0.24 亿元和 0.70 亿元，主要为商誉减值损失和应收类款项损失，较大规模的资产和信用减值损失，对公司利润造成侵蚀。同期，公司其他收益同比增长 37.71%，主要为政府补助和增值税加计递；投资收益同比增长 52.27%，主要为权益法长期股权投资收益和银行理财产品投资收

[3]跟踪期内，公司采用供应链金融产品与供应商进行结算，计入应付账款，公司实际有息债务规模高于报告中数据

益。受上述因素影响，公司利润总额同比大幅下降；营业利润率同比有所增长，总资本收益率和净资产收益率均同比下降，公司盈利能力一般。

2024 年，公司经营规模收缩，经营活动现金流入和流出额同比均有所下降，当期经营活动现金流量净额同比小幅下降，公司现金收入比保持高水平，收入实现情况佳；投资活动现金流净流出规模同比下降，主要系购买银行理财规模下降所致。公司经营获现可以覆盖投资支出，筹资活动前现金流保持净流入。受公司当期回购库存股和限制性股权影响，筹资活动现金流净流出规模扩大。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流同比由净流出转为净流入，主要系采购付款同比减少所致；投资活动现金流仍保持净流出状态；受上海垒知科创园项目借款同比增加影响，筹资活动现金流由净流出转为净流入。

图表11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	30.58	26.17	5.30
营业成本	22.98	20.37	4.16
费用总额	5.46	4.81	0.94
其中：销售费用	2.05	1.87	0.33
管理费用	1.54	1.45	0.29
研发费用	1.72	1.37	0.28
财务费用	0.14	0.12	0.03
资产减值损失	0.40	0.24	0.00
信用减值损失	0.56	0.70	-0.11
其他收益	0.18	0.25	0.03
投资收益	0.21	0.31	0.10
利润总额	1.70	0.48	0.42
营业利润率（%）	24.21	21.52	20.80
总资本收益率（%）	4.04	1.69	--
净资产收益率（%）	4.09	1.33	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	40.59	36.18	7.67
经营活动现金流出小计	36.22	32.83	6.88
经营现金流量净额	**4.37**	**3.34**	**0.79**
投资活动现金流入小计	1.41	26.27	11.55
投资活动现金流出小计	5.27	28.76	12.65
投资活动现金流量净额	**-3.86**	**-2.49**	**-1.10**
筹资活动前现金流量净额	**0.51**	**0.85**	**-0.31**
筹资活动现金流入小计	0.85	0.57	0.56
筹资活动现金流出小计	1.45	1.83	0.03
筹资活动现金流量净额	**-0.59**	**-1.27**	**0.53**
现金收入比（%）	106.59	106.62	125.35

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

短期偿债能力指标表现方面，截至 2024 年底，流动比率和速动比率有所增长，流动资产对流动负债保障能力很强；当期公司采用供应链金融替代银行承兑票据，导致短期债务规模大幅下降，公司现金短期债务比大幅增长。长期偿债能力指标表现方面，受利润大幅减少影响，2024 年公司 EBITDA 同比下降，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力下降，公司长期偿债能力趋弱。整体看，公司偿债能力指标表现仍非常好。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	207.77	227.09
	经营现金流动负债比（%）	19.30	18.86
	现金短期债务比（倍）	8.16	102.44
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.98	1.69
	全部债务/EBITDA（倍）	2.15	3.20
	EBITDA 利息倍数（倍）	11.49	5.92
	经营现金/全部债务（倍）	0.68	0.62

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

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在对外担保和作为被告方的重大诉讼情况。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 39.80 亿元，尚未使用授信额度 29.35 亿元，间接融资渠道畅通；公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担了融资和资金调配职能。跟踪期内，公司本部资产总额、负债及有息债务均小幅下降，债务负担轻，经营活动现金保持净流入。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 20.01 亿元，较年初下降 3.03%。其中，流动资产 8.41 亿元（占 42.05%），非流动资产 11.60 亿元（占 57.95%）。从构成看，截至 2024 年底，公司本部流动资产主要由交易性金融资产（占 30.76%）和其他应收款（占 61.01%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 95.70%）构成。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 8.04 亿元，较年初增长 11.22%。其中，流动负债 4.25 亿元（占 52.80%），非流动负债 3.80 亿元（占 47.20%）。从构成看，截至 2023 年底，公司本部流动负债主要由其他应付款（占 98.60%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 99.94%）构成。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 40.18%，全部债务资本化比率 24.20%，全部债务 3.82 亿元。其中，短期债务占 0.76%、长期债务占 99.24%。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 11.97 亿元，较年初下降 10.72%。其中，实收资本为 6.98 亿元（占 58.31%），资本公积 3.08 亿元（占 25.77%），未分配利润 0.86 亿元（占 7.22%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.02 亿元，投资收益为 0.13 亿元，利润总额为 49.60 万元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 1.95 亿元，投资活动现金流净额 0.18 亿元，筹资活动现金流净额-1.69 亿元。

（五）ESG 方面

跟踪期内，公司在社会责任方面积极履责，环境保护管理水平较好，ESG 整体表现对其持续经营无显著不利影响。公司 ESG 信息披露水平一般。

环境方面，公司生产过程中会产生废气、废水和固体废弃物。跟踪期内，公司废气采用“碱吸收”“VOCS 治理”两种工艺处理；生产废水经收集后流至废水处理池，经过三级加药（碱、聚合氯化铝、聚丙烯酰胺）并沉淀过滤后抽至复配水池用于成品复配生产；生活污水经厂区内生物接触氧化一体化设施处理回收用于复配生产或达标排放。公司对一般废弃物和危险废弃物实施分类管理，从废弃物的产生、回收、存储、转移等方面严格进行规范化管理，按时开展专项检查。公司厂区按要求设置有危险废物仓库，地面和墙面采用防腐防渗措施，地面设置有导流沟和应急池，危废仓库废气收集后经过过滤棉和活性炭吸附后排放，内部安装有可燃气体探测器，并与消防联动控制器连接，运行效果良好。跟踪期内，联合资信未发现公司因环境问题受到行政处罚的情况。

社会责任方面，公司制定了有利于企业可持续发展的人力资源政策，包括：员工的聘用、培训、辞退与辞职；员工的薪酬、考核等。公司重视员工素质，将职业道德修养和专业胜任能力作为选拔和聘用员工的重要标准。公司根据实际工作的需要，针对不同岗位展开多种形式的后续培训教育，使员工综合素质得到不断提升。公司秉持诚实守信、诚信经营的原则，为客户提供优质的服务。公司每年向高校进行捐赠，支持高校科研项目的开展，公司中高层管理人员还常年带头资助西部偏远地区学生全额学费，为贫困山区爱心助学募捐。公司以“扶贫先扶智、穷不能穷教育”的理念，先后在龙里县 4 所小学捐建了“垒知•科之杰图书阅览室”。此外，公司设立“小蜜蜂基金会”，帮助内部特殊困难员工。

公司治理方面，公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规，建立以《公司章程》为基础的内控体系，形成以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营体系，且注重保护中小股东权益。公司未单独披露 ESG 报告，仅在年度报告中披露了环境和社会责任相关内容，ESG 信息披露水平一般。

七、债券偿还能力分析

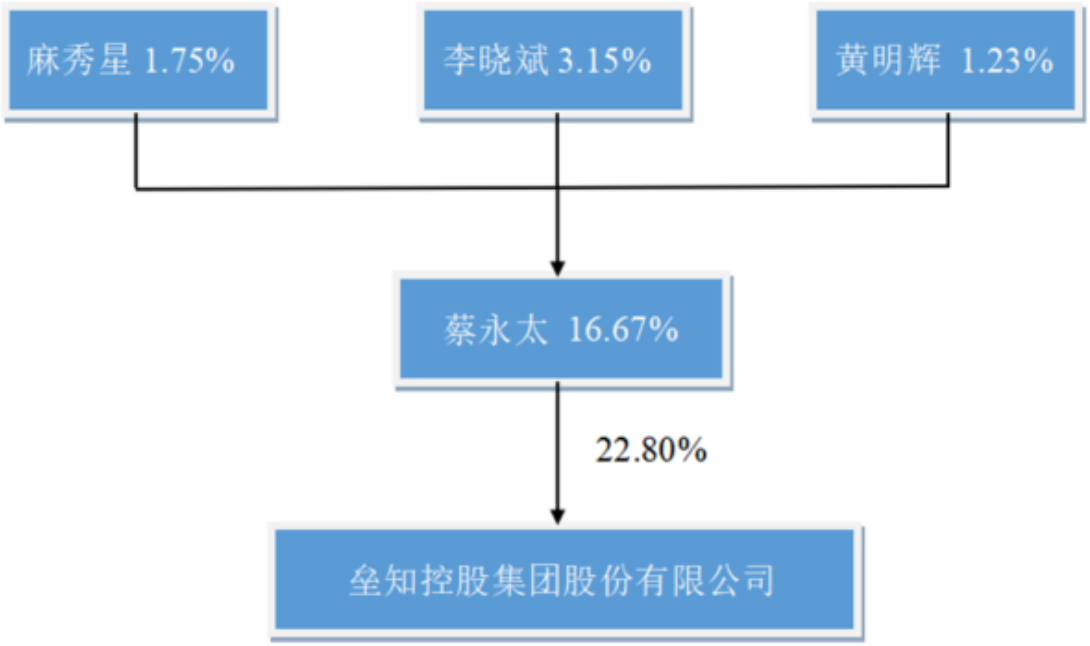
公司对“垒知转债”的保障能力仍属较强。

截至 2025 年 3 月底，公司存续的债券为“垒知转债”，余额为 3.9586 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为“垒知转债”余额的 9.14 倍、0.84 倍和 0.43 倍，经营活动现金流入量可对债券余额形成覆盖，由于跟踪期内公司收入及利润规模下降，经营活动现金流净额及 EBITDA 未能对债券余额形成覆盖。此外，考虑到“垒知转债”已进入转股期，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻。

八、跟踪评级结论

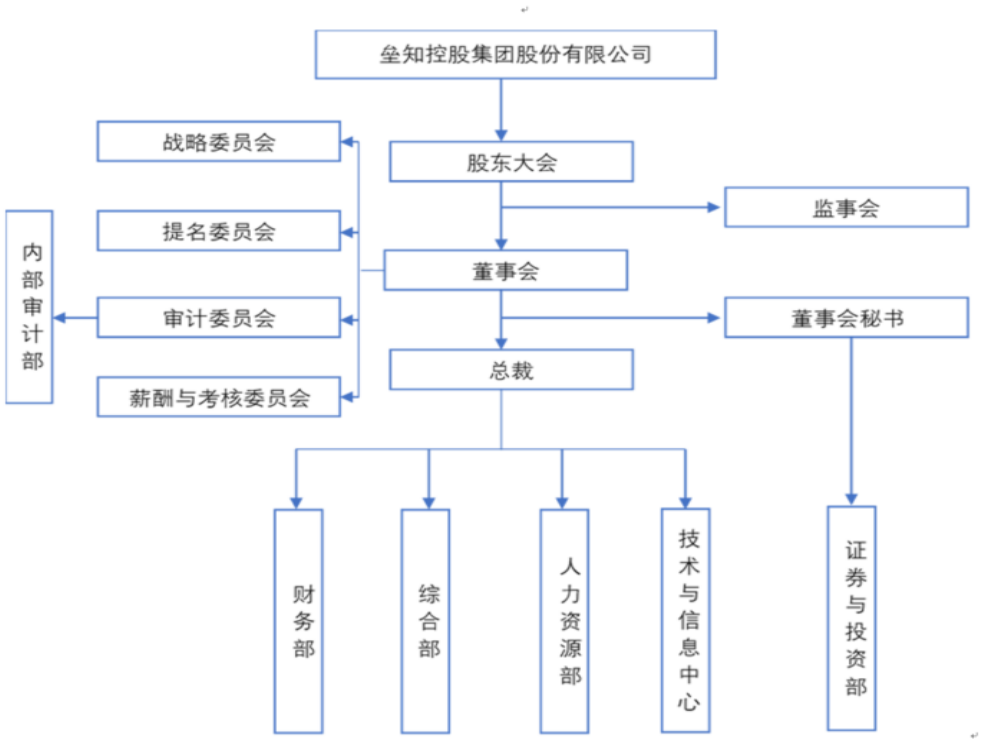
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA-，维持“垒知转债”的信用等级为 AA-，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



注：麻秀星、李晓斌和黄明辉委托蔡永太行使表决权。蔡永太直接有公司 16.67%股份，拥有表决权的股份占公司总股本的 22.80%
资料来源：公司提供

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 2024 年底）

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	
科之杰新材料集团有限公司	10000	建材业	100.00%	--	设立
上海垒知企业管理有限公司	20000	服务业	90.00%	0.10%	设立
垒知化学（福建）有限公司	10000	化学原料和化学制品制造业		100.00%	设立
厦门天润锦龙建材有限公司	10000	建材业	95.90%	4.10%	非同一控制下企业合并取得
福建建研研科技有限公司	10000	建材业	100.00%		设立
健研检测集团有限公司	8500	服务业	100.00%	--	设立
垒知科技集团有限公司	5000	服务业	100.00%	--	非同一控制下企业合并取得

资料来源：联合资信根据公司年报整理

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）	15.10	12.32	12.37
应收账款（亿元）	29.79	25.80	24.24
其他应收款（合计）（亿元）	0.47	0.19	0.17
存货（亿元）	1.20	1.14	1.15
长期股权投资（亿元）	1.54	1.72	1.78
固定资产（合计）（亿元）	6.07	6.44	6.25
在建工程（合计）（亿元）	3.59	4.95	5.12
资产总额（亿元）	64.72	59.77	58.26
实收资本（亿元）	7.14	6.98	6.98
少数股东权益（亿元）	0.40	0.37	0.37
所有者权益（亿元）	37.28	36.57	36.89
短期债务（亿元）	1.85	0.12	0.18
长期债务（亿元）	4.56	5.27	5.87
全部债务（亿元）	6.41	5.39	6.05
营业总收入（亿元）	30.58	26.17	5.30
营业成本（亿元）	22.98	20.37	4.16
其他收益（亿元）	0.18	0.25	0.03
利润总额（亿元）	1.70	0.48	0.42
EBITDA（亿元）	2.98	1.69	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.60	27.90	6.64
经营活动现金流入小计（亿元）	40.59	36.18	7.67
经营活动现金流量净额（亿元）	4.37	3.34	0.79
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.86	-2.49	-1.10
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.59	-1.27	0.53
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.84	0.81	--
存货周转次数（次）	18.47	17.37	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.42	--
现金收入比（%）	106.59	106.62	125.35
营业利润率（%）	24.21	21.52	20.80
总资本收益率（%）	4.04	1.69	--
净资产收益率（%）	4.09	1.33	--
长期债务资本化比率（%）	10.89	12.59	13.73
全部债务资本化比率（%）	14.66	12.84	14.10
资产负债率（%）	42.40	38.82	36.67
流动比率（%）	207.77	227.09	253.86
速动比率（%）	202.46	220.63	246.34
经营现金流动负债比（%）	19.30	18.86	--
现金短期债务比（倍）	8.16	102.44	67.81
EBITDA 利息倍数（倍）	11.49	5.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.15	3.20	--

注：1. 公司合并口径 2025 年一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.本报告中公司 2023 年财务数据为 2024 年财务报告调整后期初数；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）	3.37	3.26
应收账款（亿元）	0.02	0.02
其他应收款（合计）（亿元）	5.93	5.13
存货（亿元）	*	--
长期股权投资（亿元）	10.73	11.10
固定资产（合计）（亿元）	0.42	0.34
在建工程（合计）（亿元）	--	--
资产总额（亿元）	20.64	20.01
实收资本（亿元）	7.14	6.98
少数股东权益（亿元）	--	--
所有者权益（亿元）	13.41	11.97
短期债务（亿元）	0.02	0.03
长期债务（亿元）	3.58	3.79
全部债务（亿元）	3.60	3.82
营业总收入（亿元）	0.01	0.02
营业成本（亿元）	0.01	*
其他收益（亿元）	0.01	*
利润总额（亿元）	0.07	*
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.01	0.01
经营活动现金流入小计（亿元）	10.49	15.45
经营活动现金流量净额（亿元）	2.89	1.95
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.54	0.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.26	-1.69
财务指标		
销售债权周转次数（次）	0.45	0.92
存货周转次数（次）	3.89	2.54
总资产周转次数（次）	*	*
现金收入比（%）	124.99	71.92
营业利润率（%）	-25.05	26.75
总资本收益率（%）	/	/
净资产收益率（%）	0.71	0.09
长期债务资本化比率（%）	21.09	24.06
全部债务资本化比率（%）	21.17	24.20
资产负债率（%）	35.03	40.18
流动比率（%）	255.87	198.16
速动比率（%）	255.80	198.16
经营现金流动负债比（%）	79.24	45.92
现金短期债务比（倍）	192.03	112.82
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 公司未披露本部 2025 年一季度财务报表；2.本报告中公司 2023 财务数据为 2024 年财务报告调整后期初数；3 “*” 代表数据过大或过小，“--”表示指标不适用，“/” 表示数据未获取
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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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