

科顺防水科技股份有限公司

可转换公司债券

2026 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〔2026〕3336号

联合资信评估股份有限公司通过对科顺防水科技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，确定将科顺防水科技股份有限公司主体长期信用等级下调为 AA⁻，将“科顺转债”信用等级下调为 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：

二〇二六年六月二十三日

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科顺防水科技股份有限公司（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。

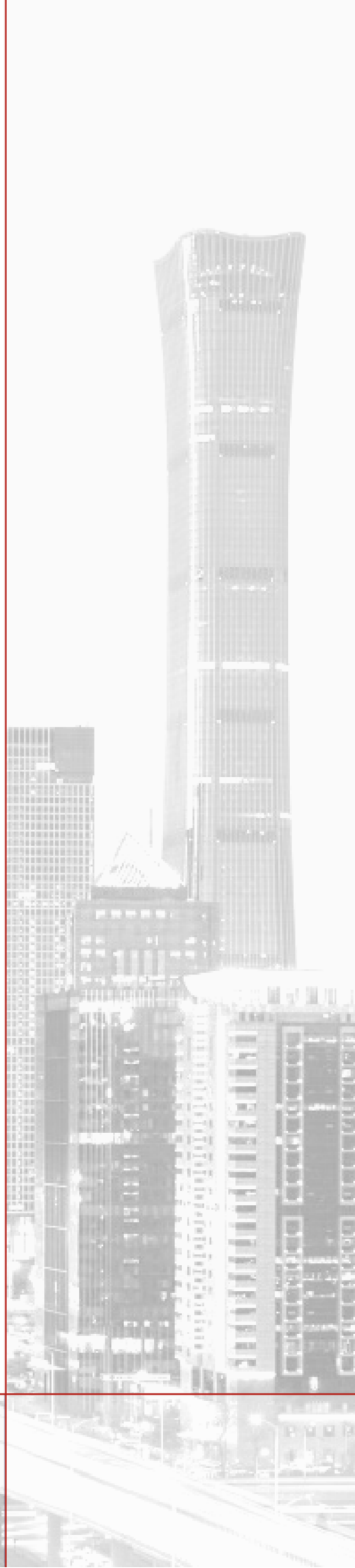
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



科顺防水科技股份有限公司

可转换公司债券 2026 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 |
|--------------|--------|--------|------------|
| 科顺防水科技股份有限公司 | AA-/稳定 | AA/稳定 | 2026/06/23 |
| 科顺转债 | AA-/稳定 | AA/稳定 | |

评级观点

跟踪期内，科顺防水科技股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内领先的防水材料生产销售上市公司，在生产规模和技术水平等方面仍具备综合优势。2025 年，防水材料行业下游需求持续萎缩，行业竞争激烈，公司营业总收入同比下降，得益于业务结构的调整以及沥青等原材料价格未发生明显提升，公司毛利率水平有所提升，主业盈利状况稳中有升，经营获现能力很强。同时，公司继续对风险房企客户计提应收账款坏账准备，叠加合同资产、其他非流动资产、固定资产等的减值，当期发生亏损。财务方面，由于债务偿还和继续对应收账款计提减值，截至 2025 年底公司流动资产占比下降，现金类资产仍较充裕，但受限货币资金占比 30.68%，实际可自由动用的现金类资产有所缩减。应收账款在资产中的占比仍较高，其中按单项计提的坏账准备比例已提升至 80.38%，应收账款信用风险有望得到控制。公司所有者权益因当期亏损以及利润分配而出现较明显下降，公司压缩有息债务规模，但整体债务负担仍较重。因 2025 年发生亏损导致 EBITDA 相关的长期偿债指标发生不利变化，公司偿债能力弱化。

公司发行的“科顺转债”规模较大，目前转股比例很低，其转股情况将对公司后续债务负担和集中偿付压力有较大影响。

个体调整：公司应收账款、其他非流动资产等与风险房企客户相关的资产减值比例已处于较高水平，未来减值规模有望得到控制，公司盈利情况和偿债能力有望好转。

外部支持调整：无。

评级展望

短期内，防水材料行业下游需求仍面临下行压力，公司凭借规模和技术优势有望继续保持行业地位，综合评估，公司评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司市场占有率、营业总收入持续增长，利润水平及盈利持续性显著改善；应收账款坏账风险有效化解，减值损失大幅下降。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司持续发生较大规模亏损，杠杆水平持续增长，偿债能力显著下降；“科顺转债”到期前转股比例仍无明显提升，集中偿付压力显著加大。

优势

- **跟踪期内公司品牌和技术优势得以保持。**公司是防水材料行业的龙头企业之一，防水材料品牌认可度较高，在中国房地产业协会发布的“2026 房建供应链综合实力 TOP500 首选供应商服务品牌”（防水材料类）位列第三位。截至 2025 年底，公司具备年产 3.09 亿平方米防水卷材和 47.43 万吨防水涂料的生产能力，“CKS 科顺”和“APF”商标被认定为广东省著名商标、被纳入广东省重点商标保护名录。
- **公司现金类资产较充裕，经营获现能力很强。**截至 2025 年底，公司现金类资产合计 29.93 亿元，占当期末资产总额的 24.14%；2025 年，公司实现经营活动现金净流入 3.20 亿元，同比略有增长，现金收入比为 116.91%，较上年提升 9.22 个百分点。

关注

- **2025 年发生大额减值损失，当期出现亏损。**2025 年，公司计提信用减值损失 6.03 亿元，主要为应收账款坏账损失 4.07 亿元和其他应收款坏账损失 1.42 亿元。截至 2025 年底，公司应收账款账面价值 32.95 亿元，占资产总额的 26.57%，占比仍处于较高水平。直营业务中，由于项目未到验收时间节点，小部分款项回收周期受工程进度影响存在不确定性，可能继续形成应收账款沉淀；计提资产减值损失 1.84 亿元，包括其他非流动资产（抵债房产）减值损失 0.78 亿元、固定资产减值损失 0.39 亿元以及合同资产减值损失 0.32 亿元等，当期利润总额为-5.92 亿元。

- **所有者权益出现较明显下降。**2025 年，公司归属于母公司股东的净利润为-5.35 亿元，当期进行利润分配 4.02 亿元（含提取盈余公积、一般风险准备以及对所有者或股东的利润分配 3.88 亿元），综合导致未分配利润较上年下降 48.89%，所有者权益较上年下降 18.61%至 40.52 亿元。
- **公司债务负担较重，需关注“科顺转债”可能造成的集中偿付压力。**截至 2025 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.32%和 56.64%，较上年底分别上升 2.77 个百分点和 1.78 个百分点。同时，“科顺转债”余额较大且当前转股比例很低，债券将于 2029 年到期，若转股比例持续处于低水平，届时公司将面临集中偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [一般工商企业信用评级方法与模型 \(V4.1.202606\)](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 \(V3.0.202207\)](#)

| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 结果档次 |
|----------------|------|-----------|------|-----------------------|
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观经济 | 2 |
| | | | 行业风险 | 4 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 3 |
| | | | 经营分析 | 3 |
| 财务风险 | F4 | 资产质量及盈利能力 | | 4 |
| | | 资本结构 | | 3 |
| | | 偿债能力 | | 4 |
| 指示评级 | | | | a |
| 个体调整因素：压力测试与预测 | | | | +2 |
| 个体信用等级 | | | | aa⁻ |
| 外部支持调整因素：-- | | | | -- |
| 模型级别 | | | | AA⁺ |

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于2026年5月及6月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

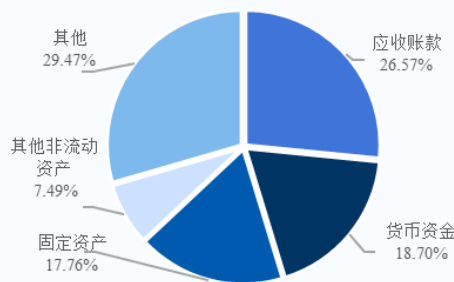
| 合并口径 | | | |
|-----------------------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2024年 | 2025年 | 2026年3月 |
| 现金类资产(亿元) | 40.77 | 29.93 | 25.48 |
| 资产总额(亿元) | 140.44 | 124.00 | 123.45 |
| 所有者权益(亿元) | 49.78 | 40.52 | 41.21 |
| 短期债务(亿元) | 33.00 | 28.27 | 24.02 |
| 长期债务(亿元) | 27.51 | 24.67 | 29.17 |
| 全部债务(亿元) | 60.51 | 52.94 | 53.20 |
| 营业总收入(亿元) | 68.29 | 60.44 | 14.56 |
| 利润总额(亿元) | 0.55 | -5.92 | 0.76 |
| EBITDA(亿元) | 4.36 | -2.11 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 3.16 | 3.20 | -0.55 |
| 净营业周期(天) | 132.59 | 130.28 | -- |
| EBITDA利润率(%) | 6.39 | -3.49 | -- |
| 总资产报酬率(%) | 1.13 | -3.73 | -- |
| 资产负债率(%) | 64.55 | 67.32 | 66.62 |
| 全部债务资本化比率(%) | 54.86 | 56.64 | 56.35 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍) | 1.20 | 1.24 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 1.24 | 1.06 | 1.06 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 3.29 | -1.65 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 13.87 | -25.10 | -- |

| 公司本部口径 | | | |
|-----------------------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2024年 | 2025年 | 2026年3月 |
| 资产总额(亿元) | 157.19 | 104.01 | / |
| 所有者权益(亿元) | 39.47 | 33.55 | / |
| 全部债务(亿元) | 58.21 | 51.91 | / |
| 营业总收入(亿元) | 34.61 | 29.45 | / |
| 利润总额(亿元) | 4.13 | 0.91 | / |
| 资产负债率(%) | 74.89 | 67.75 | / |
| 全部债务资本化比率(%) | 59.59 | 60.74 | / |
| 流动比率(%) | 151.83 | 183.56 | / |
| 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍) | 0.38 | 0.61 | / |

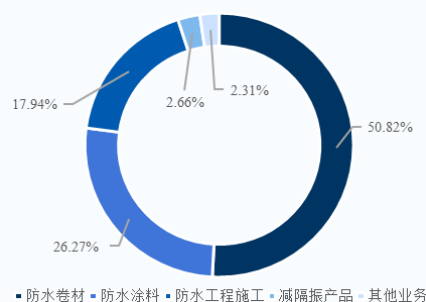
注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司合并口径2026年1-3月财务报表未经审计，相关指标未予年化，未披露本部2026年1-3月财务报表；3. “--”表示指标不适用，“/”表示资料未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

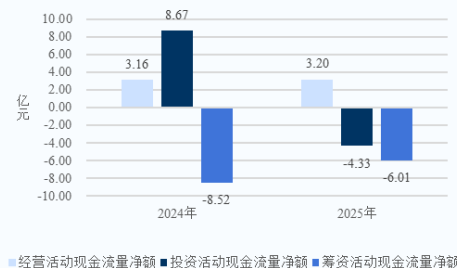
2025年底公司资产构成



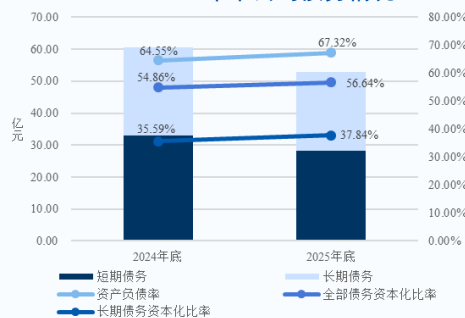
2025年公司收入构成



2024—2025年公司现金流情况



2024—2025年末公司债务情况



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 | 特殊条款 |
|------|----------|------------|------------|----------------------------|
| 科顺转债 | 21.98 亿元 | 21.9782 亿元 | 2029/08/04 | 转股价格向下修正条款、有条件赎回条款、有条件回售条款 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时尚处于存续期的债券；债券余额为截至 2026 年 5 月 27 日日终数据
 资料来源：联合资信整理

债券评级历史

| 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 | 2025/06/24 | 罗星驰 王进取 | 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 |
| AA/稳定 | 2022/07/22 | 张文韬 蒋智超 | 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 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：刘丙江 liubj@lhratings.com

项目组成员：郭察理 guocl@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”）关于科顺防水科技股份有限公司（以下简称“公司”或“科顺股份”）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

公司成立于1996年10月10日，并于2018年1月25日在深圳证券交易所创业板上市。经多次变更企业名称以及增资扩股，截至2026年3月底，公司股本为11.10亿股，自然人陈伟忠、阮宜宝夫妇分别持有公司24.62%和6.83%股份，为公司实际控制人。

公司主营业务包括建筑防水材料的生产、销售，防水工程施工，以及为铁路、公路、建筑、水利、电力、地铁、轨道交通等重点、重要、重大工程提供减隔震、止排水技术方案业务，按照联合资信行业分类标准适用一般工商企业信用评级方法。

截至2025年底，公司合并资产总额为124.00亿元，所有者权益合计40.52亿元（含少数股东权益0.83亿元）；2025年，公司实现营业总收入60.44亿元，利润总额-5.92亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额为123.45亿元，所有者权益合计41.21亿元（含少数股东权益0.80亿元）；2026年1-3月，公司实现营业总收入14.56亿元，利润总额0.76亿元。

公司注册地址：广东省佛山市顺德区容桂红旗中路工业区38号之一；法定代表人：陈伟忠。

三、债券概况及募集资金使用情况

由联合资信评级的公司存续债券为“科顺转债”，扣除发行费用后募集资金净额21.81亿元，其中拟投资项目资金净额15.27亿元、拟补充流动资金6.54亿元，募投项目详见后文“未来发展”部分。截至2025年底，公司募集资金累计投入金额为8.47亿元（包含用于补充流动资金的6.54亿元），尚未使用的募集资金为13.61亿元。尚未使用的募集资金中，12.75亿元用于临时补充流动资金，剩余0.86亿元存放于募集资金专户中。由于募集资金投资项目建设需要一定周期，根据募集资金投资项目建设进度，募集资金在短期内会出现部分暂时闲置的情况，为了提高资金使用效率，公司拟使用部分暂时闲置募集资金进行现金管理。“科顺转债”初始转股价格为10.26元/股，历经多次调整，2026年5月26日起“科顺转债”转股价格调整为6.61元/股。跟踪期内，“科顺转债”按时付息。

图表1·截至2026年5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 |
|------|----------|----------|------------|----|
| 科顺转债 | 21.98 | 21.9782 | 2023/08/04 | 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

2026年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1月15日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义GDP增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根

本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

五、行业分析

（一）建筑防水材料简介

建筑防水材料是建筑物的维护结构，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料。建筑防水材料的应用领域十分广泛，主要应用领域包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；城市道路桥梁、地下管廊和地下空间等市政工程；地下铁道等交通工程；引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程等。中国建筑防水材料产品目前主要分为两大类，即防水卷材、防水涂料。其中防水卷材包括聚合物改性沥青卷材和合成高分子卷材两个主要类别；防水涂料依照主要成分的不同，可分为溶剂型涂料和水性涂料两大类。建筑防水材料生产所需的原材料主要包括沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，上游行业为石油化工产业，受国际原油市场的影响较大。

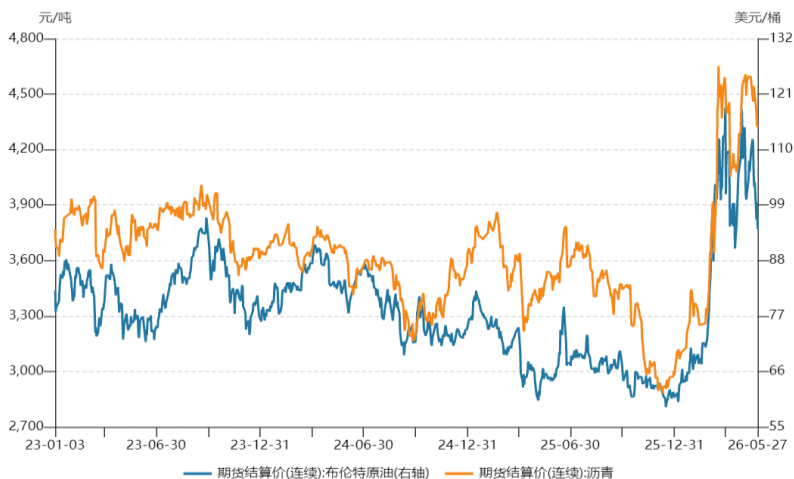
（二）行业现状

1 上游原料及供给

跟踪期内，防水行业上游主要原材料沥青价格波动加剧，2026 年以来处于高位。

防水行业上游行业是石油化工行业，所需原材料为石油化工类产品，特别是沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等大宗化工原料商品，其价格基本跟随国际原油价格波动，相关产品市场价格透明。中国沥青市场价格与国际原油价格走势基本一致，自 2022 年下半年开始，国际原油价格整体走势趋弱，沥青价格回落后处于高位震荡状态。2025 年，国际原油价格继续下行，同时，受国内供需、政策、消费税等因素的支撑，国内沥青价格波动加大，一度高于 2024 年全年价格水平，但四季度快速回落。2026 年以来，受国际政治格局影响，国际原油价格及国内沥青价格在一季度迅速攀升，二季度高位震荡。

图表 2 • 国际原油及国内沥青价格走势



数据来源：Wind

注：左轴为沥青价格，单位为元/吨；右轴为布伦特原油价格，单位为美元/桶
资料来源：Wind

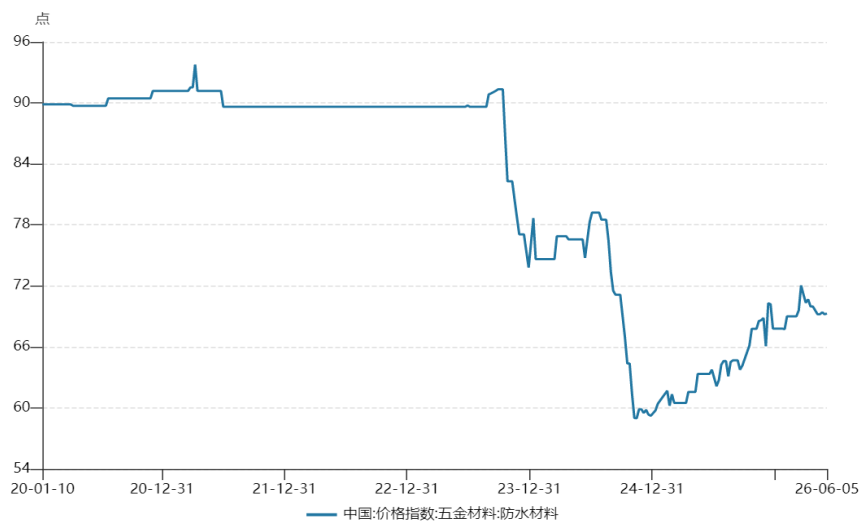
2 下游应用及需求

跟踪期内，房屋施工面积下滑导致防水材料下游需求缩减，房企流动性压力对防水材料行业的需求和回款造成不利影响，但防水行业新规对于提升未来市场需求有积极作用。防水材料销售价格经历了大幅下滑后，2025 年以来在成本驱动和行业内“反内卷”共识的作用下，企业普遍上调产品价格。2026 年以来国际原油价格以及沥青价格再次快速上涨，防水材料行业头部企业再次宣布涨价，但本次涨价的效果尚有待观察。

防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主，其次是基础设施，防水材料在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位，其中屋面及地下室占比最高；在基础设施中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。由于防水材料下游主要应用在住宅和民用建筑，全国建筑业房屋施工面积将直接影响防水材料的需求量。近年来全国房屋施工面积持续下降，部分房地产企业资金链较为紧张，对防水材料供应商的回款情况形成不利影响。

另一方面，国内对建筑物防水等级要求和建设施工质量监管力度不断提高，对高品质防水材料的需求具有促进作用。同时，二次装修和新市场的发展为防水材料带来了新的需求动力，随着国内早期房屋建筑逐渐进入二次装修阶段，旧房屋维修堵漏将成为防水材料的重要应用领域。2023年4月1日，住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》，该规范在防水年限、防水等级及耐久性能等方面全面提升防水工程质量，随着新规落地后逐步应用于新增项目，市场空间有望进一步释放。此外，中国政策推动海绵城市、装配式建筑、综合管廊、绿色建筑、特色小镇等新兴建筑市场的发展，其将成为防水材料的新兴增量市场。

图表 3 • 近年来防水材料价格走势



资料来源: Wind

产品价格方面，2023年下半年以来，随着下游需求缩减，行业竞争加剧，防水材料价格大幅下滑。进入2025年，随着国际原油价格上涨带来成本压力进一步加剧，行业内头部企业对“反内卷”达成一定共识，北京东方雨虹防水技术股份有限公司（以下简称“东方雨虹”）、科顺股份以及北新集团建材股份有限公司（以下简称“北新建材”）等企业均发出涨价函，防水材料销售价格指数出现一定回升。2026年以来，国际原油价格以及沥青价格再次快速上涨，2026年3月，东方雨虹、科顺股份以及北新建材等企业再次宣布涨价，但本次涨价的效果尚有待观察。

3 行业竞争格局

防水材料行业具有“大行业、小企业”的特征，除三家主要企业规模较大、市场占有率较高以外，其他企业经营规模相对较小。

图表 4 • 防水材料行业主要企业 2025 年主要指标对比情况（单位：亿元）

| 企业简称 | 防水板块收入 | 防水板块收入同比 | 防水板块综合毛利率 | 资产总额 | 资产负债率 | 主要竞争格局 |
|------|--------|----------|-----------|--------|--------|-------------------------------------|
| 东方雨虹 | 191.72 | -6.97% | 26.87% | 417.44 | 51.14% | 行业规模龙头，尤其在民建终端市场竞争力很强，产品定位中高端 |
| 科顺股份 | 57.44 | -12.39% | 24.44% | 124.00 | 67.32% | 规模仅次于东方雨虹，产品定位中高端，研发投入和研发能力较强 |
| 北新建材 | 47.86 | 3.33% | 18.78% | 360.88 | 21.60% | 股东背景和资本实力雄厚，过去几年通过收并购小型防水材料企业实现快速扩张 |

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

(三) 行业展望

防水行业集中度逐步提升。由于防水材料功能属性强、试错成本高，大型房企、重点工程更倾向于选择龙头企业，头部防水企业将从中受益，防水行业集中度也将因此实现进一步提升。

细分建材行业龙头跨界布局，加速行业竞争格局重塑。我国防水行业当前仍处于一个产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段，呈现“大行业、小企业”的格局。近年来，随着建材行业部分企业选择跨界切入防水市场，一方面将加速行业小企业的退出，另一方面也有望促进行业竞争更加规范有序，防水行业的大企业将从中进一步受益，从而加速行业向头部企业集中。

防水材料企业主营业务向其他产业扩大和延伸。现阶段不同领域对其建筑本身的功能性需求不同，促使防水材料不断提升应用价值。例如高速铁路、高速公路、隧道、码头、桥梁、机场、地铁、甚至垃圾填埋处理作业中也在不断应用新型的建筑防水材料。这一进程也促使生产厂家向防水系统运营服务商转变。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司保持产能规模优势，产品品牌认可度较高，具备一定的技术优势。

公司专业从事新型建筑防水材料研发、生产、销售并提供防水工程施工服务。公司防水产品品牌认可度较高，在中国房地产业协会发布的“2026 房建供应链综合实力 TOP500 首选供应商服务商品品牌”（防水材料类）位列第三位。

截至 2025 年底，公司具备年产 3.09 亿平方米防水卷材和 47.43 万吨防水涂料的生产能力。技术方面，截至 2025 年底，公司拥有近 400 人的研发团队，拥有有效专利 908 项。公司“CKS 科顺”和“APF”商标被认定为广东省著名商标、被纳入广东省重点商标保护名录。公司防水产品及解决方案广泛应用于水立方、广州塔等国家和城市标志性建筑、市政工程、交通工程、住宅商业地产及特种工程等领域。2025 年公司研发投入为 2.53 亿元，占营业总收入的 4.18%，占比较上年提升 0.15 个百分点。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理水平未发生重大变动。

跟踪期内，公司修订公司章程，撤销了监事及监事会，由审计委员会履行相关职责；公司内部管理制度未发生重大变化。人员方面，公司前副总裁刘杉因个人原因于 2026 年 1 月离任。

（三）信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 5 月 8 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行的公司债券和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，历史履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法案件信息公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，防水行业下游需求减弱的状况持续，公司收入规模下降。同时，公司经营战略转为利润和现金流导向，业务结构持续调整，毛利率水平有所上升。

2025 年，公司实现营业总收入 60.44 亿元，同比下降 11.49%，主要系下游需求景气度减弱以及公司优化调整业务结构所致。从收入结构来看，各项业务的收入占比较上年变动不大，防水卷材收入占比仍在 50% 以上。从毛利率来看，2025 年公司防水卷材和防水涂料两大主要板块的毛利率同比均有所上升，主要系业务结构调整，毛利率较高的海外业务、零售业务快速增长，以及针对部分产品进行调价等原因综合影响所致；防水工程施工毛利率受宏观经济环境及基建投资需求等影响较大，同比有所下降；减隔震产品以及其他业务收入占比低，当期毛利率较上期存在不同程度的波动，但对公司整体经营情况影响有限。综合作用下，公司 2025 年毛利率较上年有所提升。

图表 5•2024—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2024 年 | | | 2025 年 | | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 防水卷材 | 35.55 | 52.06% | 19.23% | 30.71 | 50.82% | 24.24% |
| 防水涂料 | 17.87 | 26.17% | 33.67% | 15.88 | 26.27% | 37.22% |
| 防水工程施工 | 12.14 | 17.77% | 11.42% | 10.84 | 17.94% | 6.25% |
| 减隔震产品 | 1.14 | 1.67% | 12.17% | 1.61 | 2.66% | 11.39% |
| 其他 | 1.59 | 2.32% | 30.78% | 1.39 | 2.31% | 29.41% |
| 合计 | 68.29 | 100.00% | 21.77% | 60.44 | 100.00% | 24.20% |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（1）原材料采购

跟踪期内公司生产成本总体下降，成本构成较稳定。2026 年以来沥青价格处于高位，对公司成本控制能力提出一定挑战。

2025 年，随着下游需求减弱，产品产量下降，公司生产成本同比下降 14.25%。从成本构成来看，直接材料主要包括沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，在成本中的占比较上年略有下降，直接人工占比略有上升，整体结构变动不大。2026 年以来，沥青价格高位震荡，尽管公司可通过产品涨价等方式向下游传导压力，但成本控制能力仍面临一定挑战。

从供应商集中度来看，2025 年，公司前五名供应商的采购金额合计 8.98 亿元，占年度采购总额的 25.84%，占比较上年下降 0.86 个百分点，集中度不高。

图表 6•2024—2025 年公司生产成本构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 | | 2025 年 | |
|-----------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 直接材料 | 41.81 | 78.27% | 34.24 | 74.74% |
| 直接人工 | 5.12 | 9.59% | 5.72 | 12.48% |
| 运费 | 2.23 | 4.17% | 1.73 | 3.77% |
| 制造费用 | 2.41 | 4.52% | 2.35 | 5.13% |
| 其他费用 | 1.84 | 3.44% | 1.78 | 3.89% |
| 合计 | 53.42 | 100.00% | 45.81 | 100.00% |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（2）产品生产

跟踪期内，防水材料市场需求缩减，公司下调产能，主要产品的产量和产能利用率有所下降。

跟踪期内，公司主要产品类别以及生产模式未发生重大变化。在下游需求下降的背景下，公司对部分闲置设备进行了减值计提，截至 2025 年底，防水卷材、防水涂料年产能分别为 30920.00 万平方米和 47.43 万吨，较上年底略有下降。上述产品的产能利用率同样较上年有所下降。由于防水产品对运输半径有较高要求、运输费用占比较高，为应对运输半径限制带来的供应压力，同时降低物流与生产成本，公司在部分区域的防水工程施工业务中外购一定的防水材料，2025 年外购量同样同比下降。

图表 7•2024—2025 年公司主要产品生产情况

| 产品 | 项目 | 2024 年 | 2025 年 |
|------|-----------|----------|----------|
| 防水卷材 | 年产能（万平方米） | 31700.00 | 30920.00 |
| | 产量（万平方米） | 25485.23 | 23876.39 |
| | 产能利用率 | 80.40% | 77.22% |
| | 外购量（万平方米） | 1164.23 | 1126.05 |
| 防水涂料 | 年产能（万吨） | 50.00 | 47.43 |
| | 产量（万吨） | 36.69 | 31.43 |
| | 产能利用率 | 73.39% | 66.28% |
| | 外购量（万吨） | 31.88 | 21.60 |

注：产量统计口径不包含半成品的产量；产能利用率的统计不包含外购量

资料来源：公司提供

(3) 产品销售

跟踪期内，公司防水卷材、防水涂料的销量有所下降，产销率保持在较好水平。公司对合作经销商制定了明确的回款规则和约束机制，直营客户以央企、国企、大型基建项目为主，按照项目进度回款，形成了一定规模的应收账款。

公司销售模式分为直营和经销两类。经销业务方面，公司对经销商的销售要求经销商预先支付一定比例的货款后安排发货，并对剩余货款约定了明确的结算账期。直营业务方面，随着地产行业进入深度调整期，近年来公司减少地产客户的业务比例，对于出险类民营房企客户主要采取现款现货的销售结算方式。同时拓展工业厂房、工商业产业园类客户，以此弥补房企客户流失带来的业务缺口。目前公司直营模式合作客户以央企、国企、大型基建项目为主。直营业务的结算方式上，按照项目供货以及防水施工进度比例收取货款，可能形成一定规模的应收账款。2025年，公司前五大客户的销售金额合计11.57亿元，占比19.14%，较上年提升0.21个百分点，集中度不高。

2025年，公司防水卷材、防水涂料的销售量同比分别下降5.87%和21.42%，产销率保持在较好水平。

图表 8 • 2024—2025 年公司主要产品销售情况

| 产品 | 项目 | 2024 年 | 2025 年 |
|------|----------|----------|----------|
| 防水卷材 | 销量（万平方米） | 26257.11 | 24715.13 |
| | 产销率 | 98.53% | 98.85% |
| 防水涂料 | 销量（万吨） | 67.78 | 53.26 |
| | 产销率 | 98.84% | 100.42% |

注：1. 产销率的计算中产量计算包含外购量；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2 经营效率

2025年公司净营业周期略有缩短，经营效率指标同比均有所下降，处于行业中等水平。

2025年，随着收入和成本规模下降，公司应收账款周转次数、存货周转次数以及应付账款周转次数均有所下降，净营业周期由上年的132.59天下降为130.28天，变动趋势与对比企业相同。从同行业来看，由于公司收入结构中中建市场业务占比较高，民建市场业务仍处于加速拓展阶段，应收账款周转次数以及净营业周期与以民建市场为主的东方雨虹相比存在一定差异，存货周转次数处于行业一般水平。

图表 9 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况

| 对比指标 | 公司 | 东方雨虹 | 凯伦股份 |
|-------------|--------|-------|--------|
| 净营业周期（天） | 130.28 | 69.89 | 148.16 |
| 应收账款周转次数（次） | 1.64 | 4.25 | 1.50 |
| 存货周转次数（次） | 9.89 | 10.31 | 8.52 |

注：1. “凯伦股份”全称为江苏凯伦建材股份有限公司，由于北新建材业务多元化，经营效率指标可比性较弱，此处选取凯伦股份为对比企业
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 未来发展

公司未来发展战略明晰，受市场环境等因素影响募投项目投资进度放缓，在下游需求不足未能显著改善的情况下，公司新增产能可能导致行业供需关系进一步失衡，行业竞争加剧，给公司盈利能力造成压力。

在当前防水行业标准落地及政府加大基建投资力度等多重因素的共同作用下，公司将提高经销商收入比例，扩展高铁、桥隧、市政项目等非房领域业务。此外，公司还将持续发展家庭防水业务、建筑修缮业务、建筑减隔震业务、光伏能源等业务，丰富公司的产品线，从而满足不同客户群体的需求。在生产方面，公司持续改进工艺，引进先进技术和设备，提升生产基地的智能化、信息化和自动化水平，降低成本和损耗，提高生产效率和产品质量。

随着宏观经济环境、行业景气度和市场需求的变化，公司控制投资节奏，募投项目实施进度有所减缓。此外，随着AI智能化和工业机器人发展水平快速提升，未来防水行业自研产线仍有较大提升空间，公司拟减缓防水产品生产线的购置安装进度，保障产线的技术先进性。同时，在下游需求不足未能显著改善的情况下，公司新增产能可能导致行业供需关系进一步失衡，行业竞争加剧，给公司盈利能力造成压力。

图表 10 • 截至 2025 年底公司募投项目投资进度（单位：万元）

| 项目 | 募集资金拟投资额 | 累计已投资额 | 2026 年计划投资额 | 预计投产时间 | 项目方案 |
|--------------|----------|----------|-------------|------------------|--|
| 安徽滁州防水材料扩产项目 | 79731.36 | 1408.10 | 1000.00 | 2028 年 12 月 31 日 | 一期项目预计年产 6120 万平方米沥青基防水卷材、3 万吨防水涂料；二期项目预计年产 2000 万平方米高分子防水卷材、18.5 万吨防水涂料（含干粉砂浆等） |
| 福建三明防水材料扩产项目 | 28000.00 | 3793.83 | 1000.00 | 2028 年 12 月 31 日 | 预计年产 4080 万平方米沥青基防水卷材、600 万平方米高分子防水卷材和 2 万吨非固化防水涂料 |
| 重庆长寿防水材料扩产项目 | 19000.00 | 1170.71 | 1000.00 | 2028 年 12 月 31 日 | 预计年产 3500 万平方米沥青基防水卷材和 2 万吨非固化防水涂料 |
| 智能化升级改造项目 | 26000.00 | 12913.21 | 2000.00 | 2028 年 12 月 31 日 | 对公司各生产基地现有生产线进行智能化升级改造 |

资料来源：联合资信根据公司公告及提供资料整理

（五）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，致同会计师事务所（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。公司 2026 年一季度财务报告未经审计。合并范围方面，2025 年公司新设立子公司 19 家、注销子公司 3 家，2026 年一季度公司合并范围未发生重大变化。由于涉及的子公司规模不大，对公司合并范围影响不大。公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2025 年底，公司加大债务偿还力度并继续对应收账款计提减值准备，资产总额较上年底有一定下降，现金类资产较充裕，但受限货币资金占比偏高。公司对风险房企客户的坏账计提比例进一步提高，但应收账款、其他非流动资产等在公司资产中的占比仍较高。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

| 科目 | 2024 年底 | | 2025 年底 | | 2026 年 3 月底 | |
|--------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动资产 | 99.19 | 70.63% | 79.88 | 64.42% | 79.26 | 64.20% |
| 货币资金 | 34.15 | 24.32% | 23.19 | 18.70% | 21.38 | 17.32% |
| 交易性金融资产 | 2.67 | 1.90% | 3.40 | 2.74% | 3.95 | 3.20% |
| 应收账款 | 40.73 | 29.00% | 32.95 | 26.57% | 33.88 | 27.45% |
| 合同资产 | 3.75 | 2.67% | 3.91 | 3.16% | 3.83 | 3.11% |
| 非流动资产 | 41.24 | 29.37% | 44.12 | 35.58% | 44.20 | 35.80% |
| 固定资产（合计） | 23.92 | 17.03% | 22.02 | 17.76% | 21.43 | 17.36% |
| 其他非流动资产 | 6.84 | 4.87% | 9.29 | 7.49% | 9.60 | 7.77% |
| 资产总额 | 140.44 | 100.00% | 124.00 | 100.00% | 123.45 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底下降 11.70%，主要系货币资金和应收账款下降所致，流动资产占比由上年底的 70.63% 下降至 64.42%。公司资产结构仍以现金类资产、应收账款和固定资产为主。其中，货币资金 23.19 亿元，较上年底下降 32.09%，主要系当期债务净偿还所致，公司货币资金以银行存款为主，受限货币资金合计 7.12 亿元，主要为各类保证金（2.53 亿元）以及为降低银行承兑汇票开票保证金比例而质押的定期存款（4.24 亿元）等，受限比例为 30.68%；交易性金融资产主要为理财产品；公司应收账款主要为应收货款，截至 2025 年底应收账款账面余额 51.61 亿元，累计计提坏账准备 18.67 亿元（当期计提 4.99 亿元），计提比例为 36.17%，较上年底提升 8.67 个百分点，期末应收账款账面价值 32.95 亿元。对于支付困难的客户尤其是发生债务违约的地产客户，公司按单项计提坏账准备的应收账款账面余额 11.54 亿元、累计计提坏账准备 9.27 亿元、账面价值 2.26 亿元，计提比例由上年底的 63.37% 提升至 80.38%。公司持续推进款项催收工作，通过工抵房等方式进行资产盘活，2025 年实现应收账款坏账准备转回 0.92 亿元、核销 0.85 亿元。合同资产主要为防水工程类业务产生的已完工未结算工程款以及质保金，规模较上年底略有增长。截至 2025 年底，公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款和合同资产合计 20.28 亿元，占比为 35.20%，集中度不高。

公司固定资产较上年底变化不大，生产设备折旧期限一般为 10 年；其他非流动资产主要为抵债房产，公司主要通过使用房产向上游抵款以及市场化出售的方式将房产处置变现。截至 2025 年底，公司其他非流动资产中抵债房产账面余额 8.83 亿元，计提减

值准备 0.97 亿元，计提比例为 10.99%，账面价值 7.86 亿元，较上年底增长 48.02%。随着公司持续推进款项回收工作，账面抵债房产的规模可能继续提升，在当前房地产市场行情下行的情况下，抵债房产仍存在继续减值风险。截至 2025 年底，公司受限资产合计 9.00 亿元，主要为受限货币资金。资产受限比例为 7.26%，受限比例较低。整体来看，由于债务偿还和继续对应收账款计提减值，公司流动资产占比下降，但现金类资产仍较充裕，公司资产质量较好。

截至 2026 年 3 月底，公司资产规模及构成较上年底保持稳定。

(2) 资本结构

截至 2025 年底，公司所有者权益因当期亏损以及利润分配而出现下降，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年底，公司所有者权益合计 40.52 亿元，较上年底下降 18.61%，主要系未分配利润下降所致。2025 年公司发生亏损，归属于母公司股东的净利润为-5.35 亿元，同时，当期公司进行利润分配 4.02 亿元（含提取盈余公积、一般风险准备以及对所有者或股东的利润分配 3.88 亿元），综合导致未分配利润较上年底下降 48.89%。公司所有者权益中，股本占 27.39%、资本公积占 38.90%、未分配利润占 23.17%、少数股东权益占 2.06%，权益结构稳定性一般。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益合计 41.21 亿元，权益构成较上年底保持稳定。

图表 12 • 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2024 年底 | | 2025 年底 | | 2026 年 3 月底 | |
|----------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 实收资本 | 11.10 | 22.30% | 11.10 | 27.39% | 11.10 | 26.94% |
| 其他权益工具 | 0.43 | 0.86% | 0.36 | 0.90% | 0.36 | 0.88% |
| 资本公积 | 16.12 | 32.37% | 15.76 | 38.90% | 15.76 | 38.25% |
| 其他综合收益 | -0.37 | -0.74% | -0.52 | -1.27% | -0.50 | -1.22% |
| 专项储备 | 0.97 | 1.94% | 1.13 | 2.80% | 1.21 | 2.93% |
| 盈余公积 | 2.31 | 4.64% | 2.45 | 6.05% | 2.45 | 5.95% |
| 未分配利润 | 18.37 | 36.91% | 9.39 | 23.17% | 10.03 | 24.33% |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 48.94 | 98.30% | 39.69 | 97.94% | 40.41 | 98.07% |
| 少数股东权益 | 0.85 | 1.70% | 0.83 | 2.06% | 0.80 | 1.93% |
| 所有者权益合计 | 49.78 | 100.00% | 40.52 | 100.00% | 41.21 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司债务规模有所下降，由于所有者权益同样下降且降幅更大，公司债务负担仍较重，“科顺转债”未来转股情况将对公司后续债务负担和集中偿付压力有较大影响。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

| 科目 | 2024 年底 | | 2025 年底 | | 2026 年 3 月底 | |
|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动负债 | 61.24 | 67.55% | 56.92 | 68.19% | 51.20 | 62.26% |
| 短期借款 | 13.78 | 15.20% | 14.88 | 17.82% | 13.14 | 15.97% |
| 应付票据 | 15.95 | 17.59% | 8.99 | 10.77% | 9.59 | 11.66% |
| 应付账款 | 16.20 | 17.87% | 15.75 | 18.86% | 15.39 | 18.71% |
| 其他应付款（合计） | 4.70 | 5.18% | 5.58 | 6.68% | 5.41 | 6.57% |
| 一年内到期的非流动负债 | 3.28 | 3.61% | 4.40 | 5.28% | 1.30 | 1.58% |
| 合同负债 | 4.84 | 5.34% | 5.21 | 6.24% | 4.79 | 5.82% |
| 非流动负债 | 29.41 | 32.45% | 26.56 | 31.81% | 31.04 | 37.74% |
| 长期借款 | 4.87 | 5.38% | 1.22 | 1.47% | 5.50 | 6.68% |
| 应付债券 | 22.43 | 24.74% | 23.13 | 27.71% | 23.34 | 28.38% |
| 负债总额 | 90.65 | 100.00% | 83.48 | 100.00% | 82.25 | 100.00% |

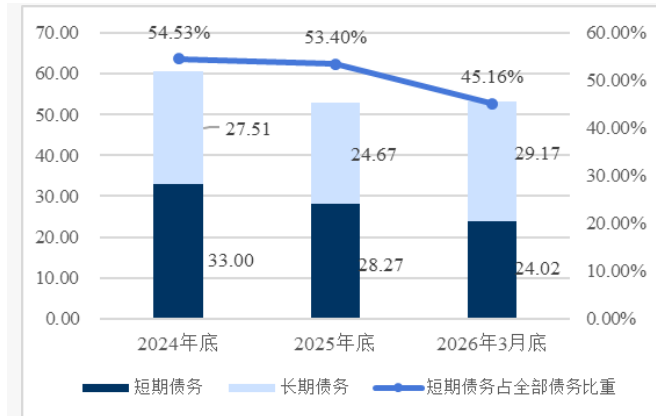
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底下降 7.91%，仍以流动负债为主。其中，短期借款较上年底增长 8.01%，主要由信用借款、保证借款和质押借款构成。考虑到公司同时持有较大规模的货币资金，公司资金使用效率一般。应付票据较上年底下降 43.64%，主要系当期采购量下降、原材料采购价格下跌综合导致；应付账款规模变化不大，主要为应付的货款；其他应付款主要为工程合作方、上游供应商、渠道合作方缴纳的合作履约保证金；合同负债主要为预收货款及工程款；公司长期借款以保证借款为主，应付债券为“科顺转债”，债券将于 2029 年到期，当前转股比例很低。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额及构成较上年底未发生重大变化。

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务较上年底下降 12.51% 至 52.94 亿元，其中短期债务占 53.40%，占比较上年底保持稳定。公司融资渠道以可转换债券、银行借款和票据为主。截至 2025 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.32% 和 56.64%，较上年底分别上升 2.77 个百分点和 1.78 个百分点，债务负担仍属较重。后续若“科顺转债”转股比例达到较高水平，公司债务负担有望显著改善，但若转股比例维持在低水平，届时公司将面临较大集中偿付压力。

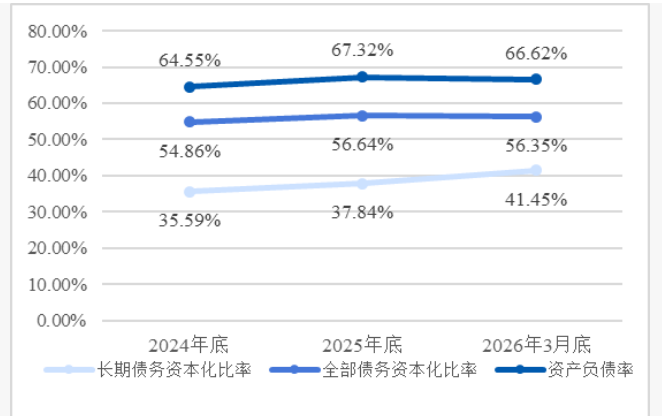
截至 2026 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 0.49% 至 53.20 亿元，短期债务占 45.16%，占比有所下降；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.62% 和 56.35%。

图表 14 · 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 · 公司主要债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(3) 盈利能力

2025 年，公司发生大规模减值损失导致亏损。此外，公司对于前期风险房企客户的应收款项持续计提，2025 年底计提比例已处于较高水平，未来仍存在继续减值的风险但减值规模有望得到控制。总体来看，若考虑减值损失对利润的影响，公司盈利能力一般。

2025 年，公司营业总收入及营业成本分别同比下降 11.49% 和 14.24%，当期毛利润为 14.63 亿元，同比保持稳定；当期发生期间费用 12.21 亿元，同比下降 8.26%。

图表 16 · 公司盈利情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|------------|--------|---------|--------------|
| 营业总收入 | 68.29 | 60.44 | 14.56 |
| 营业成本 | 53.42 | 45.81 | 10.55 |
| 毛利润 | 14.87 | 14.63 | 4.00 |
| 费用总额 | 13.31 | 12.21 | 2.70 |
| 减值损失（合计） | -3.10 | -7.87 | -0.54 |
| 利润总额 | 0.55 | -5.92 | 0.76 |
| EBITDA 利润率 | 6.39% | -3.49% | -- |
| 总资产报酬率 | 1.13% | -3.73% | -- |
| 净资产收益率 | 0.64% | -13.52% | -- |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经常性损益方面，2025 年公司计提信用减值损失 6.03 亿元，主要为应收账款坏账损失 4.07 亿元和其他应收款坏账损失 1.42 亿元；计提资产减值损失 1.84 亿元，包括其他非流动资产（抵债房产）减值损失 0.78 亿元、固定资产减值损失 0.39 亿元以及合同资产减值损失 0.32 亿元等；公司实现其他收益 0.40 亿元，主要来自先进制造业增值税加计抵减等。综上，2025 年公司利润总额为 -5.92 亿元，发生亏损。若剔除减值损失、其他收益、投资收益以及公允价值变动收益的影响，2025 年公司调整后营业利润为 1.96 亿元，同比增长 74.19%。

2026 年 1—3 月，公司营业成本同比保持稳定的同时，营业总收入同比增长 4.34%，当期发生信用减值损失 0.51 亿元，实现利润总额 0.76 亿元，同比增长 46.79%。整体来看，防水材料行业景气度下行，2026 年以来沥青价格处于高位，公司通过上调产品售价缓解成本压力。

(4) 现金流

2025 年，公司经营活动现金流维持净流入，经营获现能力很强，投资活动主要由理财产品购买和赎回产生。公司发行“科顺

转债”募集资金规模较大，其他渠道的融资需求减弱，筹资活动现金流维持净流出。

图表 17· 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流入小计 | 76.84 | 74.43 | 15.72 |
| 经营活动现金流出小计 | 73.68 | 71.23 | 16.27 |
| 经营活动现金流量净额 | 3.16 | 3.20 | -0.55 |
| 投资活动现金流入小计 | 53.59 | 41.57 | 4.78 |
| 投资活动现金流出小计 | 44.92 | 45.90 | 5.50 |
| 投资活动现金流量净额 | 8.67 | -4.33 | -0.73 |
| 筹资活动前现金流量净额 | 11.82 | -1.14 | -1.28 |
| 筹资活动现金流入小计 | 21.08 | 16.90 | 7.56 |
| 筹资活动现金流出小计 | 29.61 | 22.91 | 5.41 |
| 筹资活动现金流量净额 | -8.52 | -6.01 | 2.15 |
| 现金收入比 | 107.68% | 116.91% | 104.50% |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2025 年，随着采购和销售规模下降，公司经营活动现金流入量及流出量均同比下降，经营活动现金流维持稳定的净流入规模，现金收入比同比有所提升，处于高水平，公司经营获现能力很强。从投资活动来看，因“科顺转债”募投项目建设放缓，公司投资活动现金流主要来自购买和赎回理财产品。2025 年投资活动现金转为净流出，主要系当期理财产品赎回规模同比下降所致。从筹资活动来看，2025 年公司筹资活动现金流维持净流出状态，主要系 2023 年公司发行“科顺转债”募集资金规模较大，公司未有大量融资所致。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现良好，因 2025 年发生亏损导致 EBITDA 相关的长期偿债指标发生不利变化，公司偿债能力弱化。

图表 18· 公司偿债指标

| 项目 | 项目 | 2024 年 | 2025 年 |
|--------|-----------------------|--------|--------|
| 短期偿债能力 | 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍） | 1.20 | 1.24 |
| | 经营现金/短期债务（倍） | 0.10 | 0.11 |
| | 现金短期债务比（倍） | 1.24 | 1.06 |
| 长期偿债能力 | EBITDA（亿元） | 4.36 | -2.11 |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | 13.87 | -25.10 |
| | 经营现金/全部债务（倍） | 0.05 | 0.06 |
| | EBITDA/利息支出（倍） | 3.29 | -- |
| | 经营现金/利息支出（倍） | 2.38 | 2.49 |

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

从短期偿债指标来看，截至 2025 年底，公司现金短期债务比较上年底有一定下降，但仍处于很高水平。2025 年，公司经营活动现金流量净额对短期债务的覆盖能力不足，销售商品提供劳务收到的现金对流动负债保障能力较强。

从长期偿债指标来看，2025 年随着公司发生亏损，EBITDA 相关的长期偿债指标不具有参考价值。经营活动现金流量净额对全部债务的覆盖能力不足，对利息支出的保障能力强。

截至 2025 年底，公司获得银行授信额度合计 73.00 亿元，尚未使用的额度为 47.00 亿元。

截至 2025 年底，公司对外担保余额为 1.60 亿元，占所有者权益的 3.95%，系公司为下游经销商融资提供的担保，资金主要用于在年底前结清对公司的应付货款。公司营销和财务部门人员持续跟进经销商业务和财务状况，并设业务专员在经销商所在地驻扎，对外担保管理制度严格，或有负债风险较为可控。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在作为被告的、涉案金额在 5000 万元以上的未决诉讼、仲裁案件。

3 公司本部主要变化情况

公司本部是公司原料采购和直营产品销售平台以及主要融资平台，2025 年本部收入、利润同比下降，短期偿债指标处于较好水平。

截至 2025 年底，公司本部资产总额为 104.01 亿元，主要由现金类资产（22.64 亿元）、应收账款（28.42 亿元，直营客户的应收款）、其他应收款（31.52 亿元，主要为对子公司的拆借款）以及长期股权投资（10.92 亿元）构成。公司本部负债总额为 70.46 亿元，较上年底下降 40.14%，主要系其他应付款（主要为内部往来款）下降所致；本部全部债务为 51.91 亿元，本部承担了公司大部分有息债务。

公司防水材料生产由各子公司生产基地负责，原料采购和直营产品销售主要由公司本部负责。2025 年，公司本部实现营业收入 29.45 亿元、利润总额 0.91 亿元，均同比下降。截至 2025 年底，公司本部现金短期债务比为 0.82 倍，较上年底（0.94 倍）略有下降，仍处于较好水平。

（六）ESG 方面

跟踪期内公司 ESG 表现尚可，对其持续经营未造成严重负面影响。

环境责任方面，2025 年公司万元产值二氧化碳排放同比下降 13.48%，万元产值新鲜水消耗量同比下降 28.15%，废气排放达标率、固废合规处置率均为 100%，年内未发生环境污染事故。

社会责任方面，截至 2025 年底公司员工数量 3031 人，员工社会保险覆盖率 100%，女性高管比例为 18.40%。2025 年公司开展专项安全培训 752 场，安全培训参与人次达 13426 人次；2025 年公司公益捐赠 45 万元，开展志愿活动 21 次。

公司治理方面，公司董事会下设战略与 ESG 委员会，ESG 风险管理体系较完善，公司随年度报告披露 ESG 报告，信息披露质量良好。

七、债券偿还能力分析

2025 年公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度尚可。

截至 2026 年 5 月底，公司存续债券“科顺转债”余额为 21.9782 亿元。以公司 2025 年财务数据进行测算，公司现金类资产及经营活动现金流入量对债券余额的覆盖程度尚可，经营活动现金流量净额对债券余额的覆盖程度较弱。目前公司直接、间接融资渠道较畅通，可通过再融资对“科顺转债”的偿付提供备用流动性支持，但再融资能力受公司信用状况和市场环境影响较大，若公司持续亏损，信用基本面可能弱化，存在银行授信被压缩或提款条件收紧的风险；若债券到期时宏观流动性收紧，公司直接融资也可能面临一定困难。

“科顺转债”设置有转股条款，最终偿付方式高度依赖于转股情况。截至 2026 年 5 月底，“科顺转债”转股价为 6.61 元/股，2026 年 5 月公司股价运行在 6.84 元/股和 8.34 元/股之间。2026 年 6 月以来，公司股价一度达到 9.37 元/股，“科顺转债”发生转股，截至 2026 年 6 月 9 日债券余额为 21.9599 亿元。

公司股价与防水材料行业景气度以及自身业绩相关，若未来公司业绩持续低迷，可能引发股价下行，债券持有人转股意愿下降选择持有至到期，公司将面临集中偿付压力。此外，“科顺转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。

图表 19 • 公司待偿债券偿还能力指标

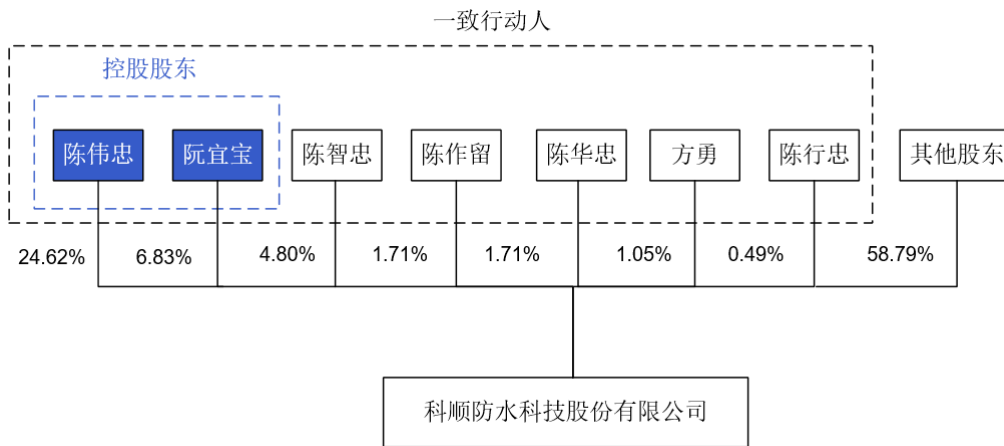
| 项目 | 2025 年 |
|----------------------|---------|
| 待偿债券余额（亿元） | 21.9782 |
| 现金类资产/待偿债券余额（倍） | 1.36 |
| 经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍） | 3.39 |
| 经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍） | 0.15 |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

八、跟踪评级结论

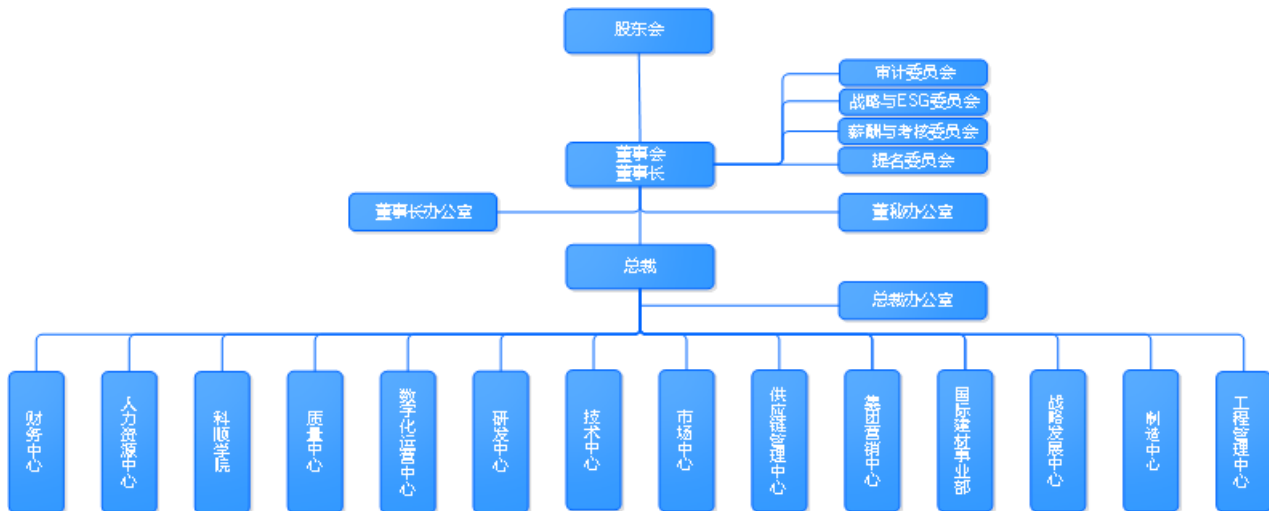
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级下调为 AA⁻，将“科顺转债”的信用等级下调为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|-----------------------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产（亿元） | 40.77 | 29.93 | 25.48 |
| 应收账款（亿元） | 40.73 | 32.95 | 33.88 |
| 其他应收款（合计）（亿元） | 3.38 | 3.40 | 3.20 |
| 存货（亿元） | 5.02 | 4.24 | 4.22 |
| 长期股权投资（亿元） | 0.30 | 1.47 | 1.48 |
| 固定资产（合计）（亿元） | 23.92 | 22.02 | 21.43 |
| 在建工程（合计）（亿元） | 0.98 | 0.65 | 0.79 |
| 资产总额（亿元） | 140.44 | 124.00 | 123.45 |
| 实收资本（亿元） | 11.10 | 11.10 | 11.10 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.85 | 0.83 | 0.80 |
| 所有者权益（亿元） | 49.78 | 40.52 | 41.21 |
| 短期债务（亿元） | 33.00 | 28.27 | 24.02 |
| 长期债务（亿元） | 27.51 | 24.67 | 29.17 |
| 全部债务（亿元） | 60.51 | 52.94 | 53.20 |
| 营业总收入（亿元） | 68.29 | 60.44 | 14.56 |
| 营业成本（亿元） | 53.42 | 45.81 | 10.55 |
| 其他收益（亿元） | 0.68 | 0.40 | 0.06 |
| 利润总额（亿元） | 0.55 | -5.92 | 0.76 |
| EBITDA（亿元） | 4.36 | -2.11 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 73.53 | 70.66 | 15.21 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 76.84 | 74.43 | 15.72 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 3.16 | 3.20 | -0.55 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | 8.67 | -4.33 | -0.73 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -8.52 | -6.01 | 2.15 |
| 财务指标 | | | |
| 净营业周期（天） | 132.59 | 130.28 | -- |
| 应收账款周转次数（次） | 1.67 | 1.64 | -- |
| 存货周转次数（次） | 11.32 | 9.89 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.49 | 0.46 | -- |
| 现金收入比（%） | 107.68 | 116.91 | 104.50 |
| EBITDA 利润率（%） | 6.39 | -3.49 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 1.13 | -3.73 | -- |
| 净资产收益率（%） | 0.64 | -13.52 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 35.59 | 37.84 | 41.45 |
| 全部债务资本化比率（%） | 54.86 | 56.64 | 56.35 |
| 资产负债率（%） | 64.55 | 67.32 | 66.62 |
| 流动比率（%） | 161.98 | 140.32 | 154.79 |
| 速动比率（%） | 153.78 | 132.87 | 146.55 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍） | 1.20 | 1.24 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.24 | 1.06 | 1.06 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.29 | -1.65 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 13.87 | -25.10 | -- |

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2.2026年1—3月财务报表未经审计，相关指标未予年化；3.“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目 | 2024 年 | 2025 年 |
|-----------------------|--------|--------|
| 财务数据 | | |
| 现金类资产（亿元） | 29.34 | 22.64 |
| 应收账款（亿元） | 34.49 | 28.42 |
| 其他应收款（合计）（亿元） | 68.24 | 31.52 |
| 存货（亿元） | 0.71 | 0.56 |
| 长期股权投资（亿元） | 13.46 | 10.92 |
| 固定资产（合计）（亿元） | 1.21 | 0.98 |
| 在建工程（合计）（亿元） | 0.00 | 0.00 |
| 资产总额（亿元） | 157.19 | 104.01 |
| 实收资本（亿元） | 11.10 | 11.10 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益（亿元） | 39.47 | 33.55 |
| 短期债务（亿元） | 31.23 | 27.78 |
| 长期债务（亿元） | 26.98 | 24.13 |
| 全部债务（亿元） | 58.21 | 51.91 |
| 营业总收入（亿元） | 34.61 | 29.45 |
| 营业成本（亿元） | 28.14 | 23.42 |
| 其他收益（亿元） | 0.24 | 0.07 |
| 利润总额（亿元） | 4.13 | 0.91 |
| EBITDA（亿元） | / | / |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 34.83 | 28.07 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 68.60 | 48.95 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 20.08 | -7.32 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -17.75 | 18.72 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | 1.16 | -17.54 |
| 财务指标 | | |
| 净营业周期（天） | 297.25 | 329.65 |
| 应收账款周转次数（次） | 1.00 | 0.94 |
| 存货周转次数（次） | 39.21 | 37.04 |
| 总资产周转次数（次） | 0.26 | 0.23 |
| 现金收入比（%） | 100.64 | 95.32 |
| EBITDA 利润率（%） | 14.73 | 6.29 |
| 总资产报酬率（%） | 3.80 | 1.42 |
| 净资产收益率（%） | 10.06 | 4.22 |
| 长期债务资本化比率（%） | 40.60 | 41.84 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.59 | 60.74 |
| 资产负债率（%） | 74.89 | 67.75 |
| 流动比率（%） | 151.83 | 183.56 |
| 速动比率（%） | 151.05 | 182.36 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍） | 0.38 | 0.61 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.94 | 0.82 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / |

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2.“/”表示资料未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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) |
| 应收账款周转次数 | 营业总收入/平均应收账款净额 |
| 存货周转次数 ¹ | 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% |
| 净营业周期 | 应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数 |
| 盈利指标 | |
| 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% |
| 调整后营业利润率 | (营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+费用化利息支出)/总资产 ² ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×100% |
| 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% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA/营业总收入×100% |
| 调整后 EBITDA 利润率 | 调整后 EBITDA/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% |
| 调整后资产负债率 | (负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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 |
| 调整后 EBITDA 利息倍数 | 调整后 EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/调整后 EBITDA | 全部债务/调整后 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 ³ | (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% |
| 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 | 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计 |
| 经营活动现金流入/流动负债 | 经营活动现金流入/流动负债合计 |
| 经营活动现金流入/(流动负债-合同负债) | 经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债) |
| 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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

¹ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)
² 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%
³ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

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 |

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

| 评级观察分类 | 含义 |
|----------|--|
| 列入正面观察名单 | 未来 3~6 个月内信用评级有可能上调 |
| 列入负面观察名单 | 未来 3~6 个月内信用评级有可能下调 |
| 列入评级观察名单 | 重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断 |