

山东赫达集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券 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〕3812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：

二〇二六年六月二十六日

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。

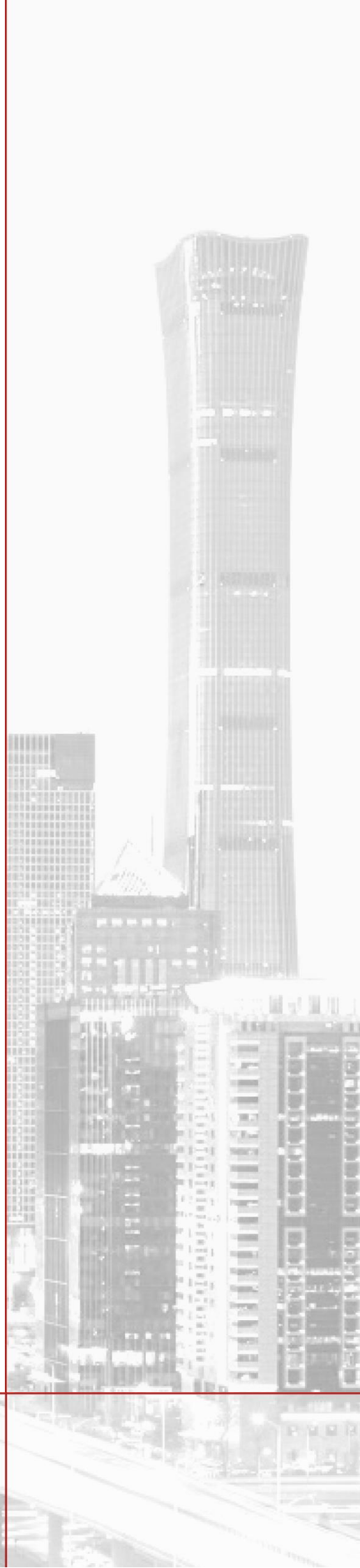
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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 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
山东赫达集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2026/06/26
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。经营方面，公司主要产品销售量有所提升，带动纤维素醚和植物胶囊业务收入增长，公司营业总收入保持稳定；但建材级纤维素醚产品销售价格下降，植物胶囊产品对美销售因加征关税成本提升，对欧销售价格下降，综合毛利率同比小幅下降。整体看，公司自身竞争力仍较强，经营风险较低，但需关注关联交易对公司经营独立性的影响。财务方面，公司资产质量一般，应收账款及存货规模仍较大，对营运资金形成较大占用，但债务负担较轻，偿债指标表现仍很强，间接融资空间尚可，具备直接融资渠道，财务风险仍非常低。综合公司经营和财务风险表现，其偿还债务的能力仍很强。

2025 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“赫达转债”的保障程度高。“赫达转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。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。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

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。2025 年，公司研发投入 8561.87 万元，占营业总收入比例为 4.48%，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。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，偿债指标表现很强。**截至 2025 年底，公司全部债务 12.84 亿元，以长期债务为主，全部债务资本化比率约为 36.29%。2025 年，公司销售商品获得的现金和现金类资产对短期债务的覆盖程度很高；EBITDA 对全部债务和利息的保障程度高。

关注

- **纤维素醚下游需求不足导致毛利率下降。**2025 年，公司纤维素醚业务毛利率同比下降 1.32 个百分点至 17.81%，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。**2025 年，公司向美国关联方销售金额为 1.87 亿元，占同类交易金额的比重为 15.04%；向欧洲关联方销售金额为 1.88 亿元，占同类交易金额的比重为 15.12%。同期，美国加征关税导致公司对美销售成本增加，同时为

拓展欧洲市场降低对其销售价格。公司关联交易占比较高，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风险。

- **美国加征关税对公司业绩带来不确定性；公司存在海外经营综合风险。**2025年，公司出口美国的部分产品被列入美国加征关税的商品目录，美国对公司部分产品加征反补贴税及反倾销税，终裁结果为反补贴税率 6.90%，反倾销税率 18.71%，若关税进一步提高，或将影响美国客户采购决策，并影响公司收入和利润水平。2025年，公司向赫达美国公司和赫达西班牙公司销售金额分别为 1.87 亿元和 1.88 亿元，占销售总额的 20.29%。公司海外销售占销售总额的 65.10%，海外销售占比高。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 化工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	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	企业管理	2
			经营分析	3
			基础素质	3
财务风险	F1	偿债能力	1	
		盈利能力	1	
		资本结构	2	
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: --				--
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《化工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

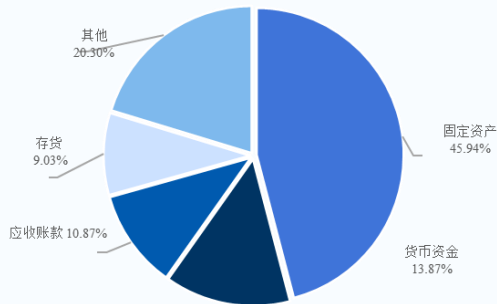
合并口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产 (亿元)	5.34	6.29	7.10
资产总额 (亿元)	41.46	40.55	41.33
所有者权益 (亿元)	22.10	22.54	23.67
短期债务 (亿元)	4.64	5.06	4.91
长期债务 (亿元)	8.31	7.79	7.72
全部债务 (亿元)	12.95	12.84	12.63
营业总收入 (亿元)	19.57	19.12	5.97
利润总额 (亿元)	2.61	1.78	1.26
EBITDA (亿元)	5.48	4.59	--
经营性净现金流 (亿元)	2.86	3.78	1.05
净营业周期 (天)	54.99	95.58	--
EBITDA 利润率 (%)	28.01	24.01	--
总资产报酬率 (%)	7.19	5.28	--
资产负债率 (%)	46.70	44.41	42.73
全部债务资本化比率 (%)	36.96	36.29	34.80
流动比率 (%)	153.60	175.85	194.14
经营现金流动负债比 (%)	27.19	38.88	--
现金短期债务比 (倍)	1.15	1.24	1.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.44	12.73	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.36	2.80	--

公司本部口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额 (亿元)	32.42	31.48	/
所有者权益 (亿元)	17.19	17.53	/
全部债务 (亿元)	9.04	9.26	/
营业总收入 (亿元)	14.70	13.87	/
利润总额 (亿元)	0.84	0.96	/
资产负债率 (%)	46.99	44.30	/
全部债务资本化比率 (%)	34.48	34.57	/
流动比率 (%)	245.65	266.80	/
经营现金流动负债比 (倍)	48.41	23.74	/

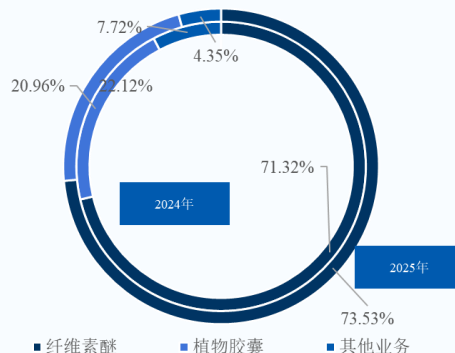
注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司 2026 年一季度合并财务报表未经审计, 公司本部未披露 2026 年一季度财务报表; 3. 公司合并口径其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中的计息部分纳入相关债务指标核算; 4. "--" 表示指标不适用, "/" 表示未获取

资料来源: 联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

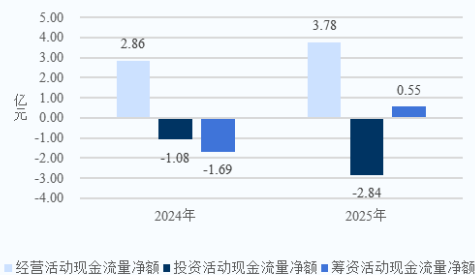
2025 年底公司资产构成



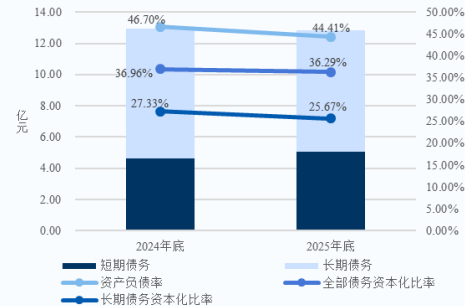
公司收入构成



公司现金流情况



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	5.9966	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 2026 年 3 月底的数据

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	2025/6/24	王佳晨子 张乾	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：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：孙长征 suncz@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

公司成立于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2026年3月底，公司总股本为34919.29万股，毕心德为公司第一大股东，直接持有公司26.25%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39.75%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2026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。

截至2026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。

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，适用化工企业信用评级方法。

截至2025年底，公司合并资产总额40.55亿元，所有者权益22.54亿元（含少数股东权益0.62亿元）；2025年，公司实现营业总收入19.12亿元，利润总额1.78亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额41.33亿元，所有者权益23.67亿元（含少数股东权益0.65亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入5.97亿元，利润总额1.26亿元。

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2026年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，“赫达转债”已按时付息。“赫达转债”于2024年3月、2024年7月、2024年11月、2025年1月和2025年9月下调转股价格，于2025年12月上调转股价格0.01元/股至16.76元/股。

“赫达转债”募集资金拟投入淄博赫达30000t/a纤维素醚项目、赫尔希年产150亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目（以下简称“150亿植物胶囊项目”）和补充流动资金项目。根据公司发布公告，截至2025年6月30日，除150亿植物胶囊项目以外，其他资金均按约定用途使用完毕。150亿植物胶囊项目拟使用募集资金1.50亿元，通过购置先进生产设备，扩大公司植物胶囊生产规模，提高生产效率，但在实际执行过程中，受国际局势、市场环境等多重因素影响，公司拟不再继续投入。截至2025年6月30日，该项目实际使用募集资金1471.93万元。公司将募投项目终止后的剩余募集资金用于公司日常经营和业务发展，永久性补充流动资金。

图表1·截至2026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
赫达转债	6.00	5.9966	2023/07/03	6年

资料来源：Wind

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）》。

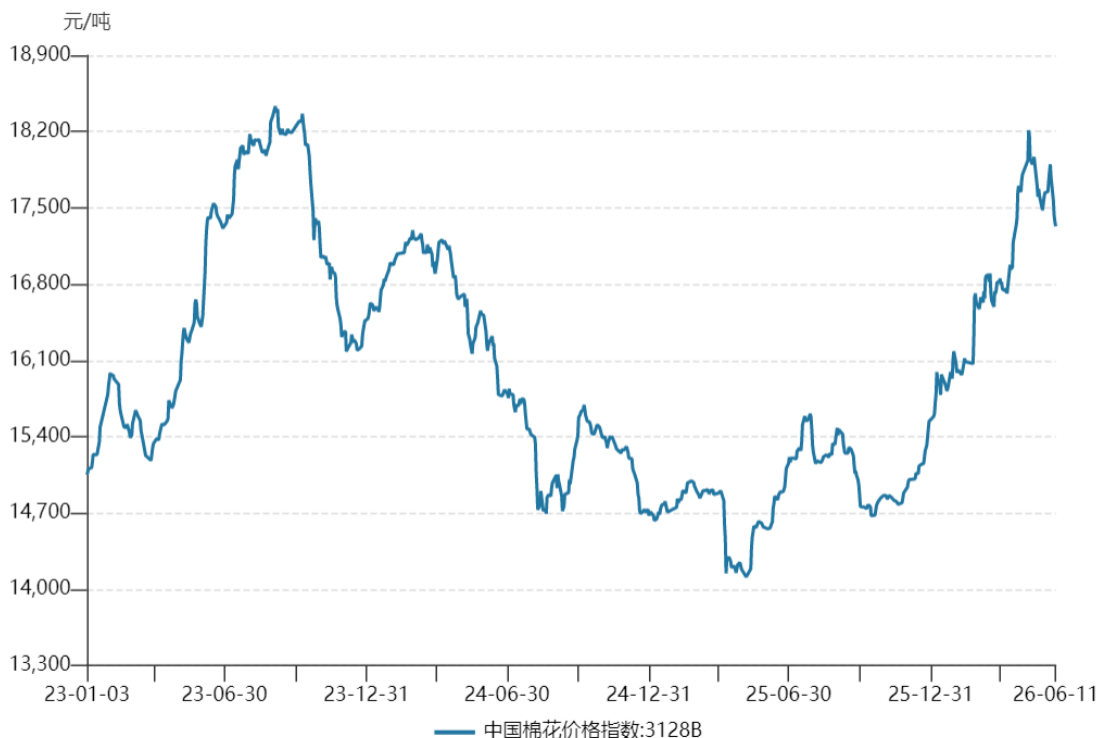
五、行业分析

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。2025年，国内房地产市场整体仍处低位运行，预计2026年行业继续筑底。

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。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）。2025年以来，中国棉花价格整体走高，主要系纺织订单增加、进口棉补给不足，叠加棉花种植成本上涨、新疆棉田缩减预期所致。

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。2025年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央企拿地与新货占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望2026年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。

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。

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。2025年，公司研发投入8561.87万元，占营业总收入比例为4.48%，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；与国内同行业企业相比，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

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370300164367239P），截至2026年6月8日，公司无未结清的关注类和不良/违约类贷款。已结清的贷款中存在关注类事项，主要系多年前因银行系统不稳定形成，均已正常偿还。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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，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、重大税收违法失信主体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。

（二）管理水平

2025年以来，公司董事和高级管理人员变动如下表所示。公司于2025年10月取消监事会，相关职权由董事会审计委员会行使。公司管理制度连续，内部控制正常。

图表4 跟踪期内公司董事和高级管理人员变动情况

人员名称	职位	变动日期	变动类型	变动原因
林浩军	董事	2025-01-06	离任	个人原因
毕于村	董事	2025-01-23	新任	工作调动
杨涛	董事	2025-10-13	新任	工作调动
李振建	职工代表董事	2025-10-13	新任	工作调动

包腊梅	董事、总经理	2026-05-20	离任	换届选举
毕于村	总裁	2026-05-20	聘任	换届聘任
杨向宏	独立董事	2026-05-20	离任	换届选举
邱建军	董事	2026-05-20	新任	换届选举
赵斌	独立董事	2026-05-20	新任	换届选举

资料来源：公司公告，联合资信整理

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025年，公司主要产品销售量同比提升，但建材级纤维素醚产品销售价格下降，植物胶囊产品因加征关税对美销售成本提升，对欧销售价格下降，公司营业总收入保持稳定，综合毛利率同比小幅下降。公司关联交易占比较高，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。此外，美国加征关税导致公司对美销售成本增加，若关税进一步提高，或将影响美国客户采购决策，并影响公司收入和利润水平。

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。2025年，公司营业总收入保持稳定。其中，纤维素醚业务和植物胶囊业务收入同比均有小幅增长；其他业务收入下降，主要系2024年公司剥离化工业务，收入同比减少所致，其他业务整体规模不大，对公司经营业绩影响小。2025年，公司综合毛利率小幅下降。其中，纤维素醚业务毛利率同比下降，主要系建筑行业竞争加剧，建材级纤维素醚销售价格下降所致；植物胶囊业务毛利率同比下降，主要系美国加征关税导致公司对美销售成本增加，同时为拓展欧洲市场降低对其销售价格所致。

2026年1-3月，公司实现营业总收入5.97亿元，同比增长27.78%，毛利率同比提升7.08个百分点至32.32%，主要系植物胶囊等高附加值产品销量同比提升，叠加外部环境导致化工涨价预期，纤维素醚销售阶段性量价齐升所致。

图表5·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			2025年收入变化（%）	2025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	13.95	71.32	19.13	14.05	73.53	17.81	0.75	-1.32
植物胶囊	4.10	20.96	56.45	4.23	22.12	52.78	3.09	-3.67
其他业务	1.51	7.72	19.50	0.83	4.35	26.87	-45.03	7.37
合计	19.57	100.00	26.98	19.12	100.00	25.94	-2.28	-1.04

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。公司对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。2025年，公司向赫达美国公司销售金额为1.87亿元，占同类交易金额的比重为15.04%；向赫达西班牙公司销售金额为1.88亿元，占同类交易金额的比重为15.12%。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，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。此外，2025年，公司出口美国的部分产品被列入美国加征关税的商品目录，美国对公司部分产品加征反补贴税及反倾销税，终裁结果为反补贴税率6.90%，反倾销税率18.71%，公司对美销售成本增加；若关税进一步提高，或将影响美国客户采购决策，并影响公司收入和利润水平。2025年，公司向前五客户的销售额占销售总额的28.87%，其中关联方交易占销售总额的20.29%，关联方销售集中度高。

图表6·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	2024年	2025年	产品种类	项目	2024年	2025年
纤维素醚	销售金额（万元）	2551.72	1407.03	纤维素醚	销售金额（万元）	2646.50	3486.34
	关联交易价格（元/吨）	36137	35876		关联交易价格（元/吨）	20795	22164
	同类交易市价（元/吨）	27929	25881		同类交易市价（元/吨）	22471	20732

植物胶囊	销售金额（万元）	23974.00	17308.30	植物胶囊	销售金额（万元）	11217.34	15329.30
	关联交易价格（元/万粒）	200	211		关联交易价格（元/万粒）	223	193
	同类交易市价（元/万粒）	212	208		同类交易市价（元/万粒）	212	208

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：联合资信根据公司提供资料和年报整理

图表 7 · 公司收入区域分布情况

项目	2024 年	2025 年	2025 年同比变化
海外收入（亿元）	12.32	12.45	1.04%
海外收入占比	62.96%	65.10%	2.14 个百分点
海外毛利率	30.67%	29.60%	-1.07 个百分点
国内收入（亿元）	7.25	6.67	-7.92%
国内收入占比	37.04%	34.90%	-2.14 个百分点
国内毛利率	20.72%	19.10%	-1.62 个百分点
总营业收入（亿元）	19.57	19.12	-2.28%
综合销售毛利率	26.98%	25.94%	-1.05 个百分点

资料来源：公司提供

公司海外销售占比高，针对海外地缘政治、贸易壁垒、汇率波动及市场集中等经营风险，公司搭建多层次风险防控体系。地缘贸易风险方面，公司推进美国 200 亿粒植物胶囊海外产能建设，通过本土化生产绕开关税壁垒；在贸易调查中积极开展法律抗辩缓冲短期冲击，同步均衡开拓欧洲、东南亚、拉美多国市场降低单一国别依赖，并配套 FDA、CEP、NSFcGMP 等全套国际合规资质保障海外市场准入，建立跨境经营合规管理机制缓释境外政策变动风险。汇率风险层面，公司每年审批不超过等值 5 亿元远期结售汇套保额度，基于真实外销订单锁定汇兑收益，订单报价联动汇率适度向下游传导波动；叠加出口信用保险、海外应收账款精细化管理、境外平台多币种资金统筹，配套严格衍生品内控制度对冲汇率敞口。市场集中风险管控上，公司从客户、区域、产品三维分散经营结构：持续拓展全球多元化客户降低头部客户依赖；国内外多生产基地并行、海内外市场均衡开发对冲单一区域需求收缩；纤维素醚、植物胶囊多业务协同，建材与医药细分产品周期互补，同时依托原料一体化优势增强客户粘性，有效缓释客户、区域及品类集中带来的经营波动风险。中长期海外产能落地、全球客户持续开拓将进一步弱化各类集中性、外部性风险冲击。

截至 2025 年底，公司纤维素醚和植物胶囊产能不变。2025 年，公司纤维素醚和植物胶囊产量和产能利用率同比变动不大，销量同比均有所提升，主要系公司开拓海内外市场，纤维素醚和植物胶囊销量增加并消化库存所致。销售均价方面，纤维素醚销售均价同比下降，主要系建筑行业竞争加剧，建材级纤维素醚销售价格下降所致；植物胶囊销售均价同比下降，主要系为拓展欧洲市场，公司降低对其销售价格所致。

图表 8 · 公司产品产销情况

项目	指标	单位	2024 年	2025 年	2025 年同比变化
纤维素醚	期末产能	万吨/年	7.40	7.40	--
	产量	万吨	5.47	5.62	2.74%
	销量	万吨	5.11	5.50	7.63%
	产能利用率	--	73.92%	75.94%	2.02
	销售均价	万元/吨	2.73	2.56	-6.23%
植物胶囊	期末产能	亿粒/年	350.00	350.00	--
	产量	亿粒	209.98	215.65	2.70%
	销量	亿粒	194.90	206.22	5.81%
	产能利用率	--	59.99%	61.61%	1.62
	销售均价	万元/亿粒	210.46	205.04	-2.58%

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。2025 年，公司主要原材料除精制棉采购量同比增长，其他品种均有所下降。其中，精

制棉、棉浆粕、木浆可通用，根据价格波动调节采购量，工艺提升压降单位成本；氯甲烷和环氧丙烷采购量下降，主要系纤维素醚产品结构变化所致；液碱和粒碱采购量下降，主要系两者可通用，根据价格波动调节采购量，工艺提升和产品结构变化也导致采购量均有所下降。价格方面，2025年，公司木浆、液碱和粒碱采购均价同比上升，氯甲烷相对稳定，其他主要原材料采购均价有所下降，主要系相关大宗商品和普通化学品市场价格波动所致。综上，2025年，公司主要原材料采购金额同比下降17.42%。2025年，公司向前五大供应商的采购额占采购总额的29.91%，采购集中度仍一般。

图表9 • 公司原材料采购情况

原材料品种	项目	单位	2024年	2025年	2025年同比变化
精制棉	采购量	万吨	0.61	0.72	17.80%
	采购均价	元/吨	8999.35	7735.17	-14.05%
棉浆粕	采购量	万吨	3.08	2.68	-13.11%
	采购均价	元/吨	8912.41	8002.52	-10.21%
木浆	采购量	万吨	1.07	0.71	-33.30%
	采购均价	元/吨	10884.59	11572.36	6.32%
氯甲烷	采购量	万吨	3.51	3.35	-4.74%
	采购均价	元/吨	1927.33	1935.92	0.45%
环氧丙烷	采购量	万吨	0.83	0.78	-5.95%
	采购均价	元/吨	7979.42	6904.19	-13.47%
液碱	采购量	万吨	5.46	4.78	-12.59%
	采购均价	元/吨	1236.34	1267.28	2.50%
粒碱	采购量	万吨	0.59	0.54	-8.52%
	采购均价	元/吨	3225.99	3469.53	7.55%

资料来源：公司提供，联合资信整理

2025年，公司应收账款周转次数由上年的4.47次下降至3.95次，存货周转次数由上年的3.86次下降至3.59次，主要系随着纤维素醚2024年以来产能爬坡，对应库存增加所致。受以上因素影响，公司净营业周期由上年的54.99天增加至95.58天。

2 未来发展

公司主要在建项目为美国植物胶囊产能建设，系重大海外投资，需关注项目投产进度、未来收益不及预期的风险及海外经营综合风险。

截至2025年底，考虑到公司现有国内植物胶囊产能已较为充足，赫尔希产能停止建设，公司将结合市场需求与产品迭代情况再决定是否恢复国内植物胶囊产能的建设。为应对美国关税不确定性并满足美国本土需求，公司投资建设赫达美国200亿粒/年植物胶囊项目（以下简称“美国植物胶囊项目”），由全资孙公司HEALSEE CAPSULES INCORPORATED（以下简称“美国赫尔希”）运营，待投资金额为3.39亿元，资金来源为外部融资和自有资金。受限于境内资金无法出境，相关投资主要依靠境外授信和境外留存贷款周转，需关注项目投产进度不达预期或收益不及预期影响经营业绩的风险。此外，由于项目未来生产销售均处于海外，需关注跨境汇率、境外融资、美国当地政策合规、资金回流、海外属地管理等海外经营综合风险。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10 • 截至2025年底公司主要在建项目情况

编号	项目名称	运营主体	预算总额（亿元）	工程进度	工程进度/待投产时间
1	年产165亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目	赫尔希	2.09	62.98%	完成
2	150亿植物胶囊项目	赫尔希	1.82	6.14%	终止
3	赫达美国200亿粒/年植物胶囊项目	美国赫尔希	4.92	31.04%	2026年底

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。截至 2025 年底，公司合并范围内子公司合计 8 家，较 2024 年底新设 1 家子公司（含孙公司）（美国赫尔希）。2026 年 1—3 月，公司合并范围新设 2 家子公司。公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司应收账款及存货有所下降，但规模仍较大，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 2025 年底，公司资产总额较上年底小幅下降，流动资产占比提升。其中，货币资金较上年底增长，主要系经营累积所致。受限货币资金 1.67 亿元，主要为银行承兑汇票保证金；应收账款较上年底下降，主要系关联方应收款减少所致，账期 1 年以内的占 94.45%，关联方应收账款占 29.65%，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；存货较上年底下降，库存去化有所改善，但公司主要产品受建材市场和境外销售影响，未来若销售增长不及预期，公司将面临较大存货减值风险；其他应收款较上年底增长，主要系为关联方米特赫达（山东）金属科技有限公司代垫款项，需关注回收风险；在建工程较上年底增长，主要系美国植物胶囊项目支出所致；固定资产减少主要系计提折旧所致。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模与结构较上年底变化不大。

图表 11 · 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2025 年同比变化 (%)	2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)		金额	占比 (%)
流动资产	16.16	38.99	17.09	42.15	5.74	18.37	44.45
货币资金	4.89	11.79	5.62	13.87	15.03	6.73	16.28
应收账款	5.28	12.74	4.41	10.87	-16.57	5.60	13.55
其他应收款（合计）	0.63	1.52	1.71	4.21	171.06	1.59	3.85
存货	4.22	10.18	3.66	9.03	-13.29	3.42	8.29
非流动资产	25.30	61.01	23.46	57.85	-7.25	22.96	55.55
固定资产	20.58	49.64	18.63	45.94	-9.48	18.46	44.68
在建工程（合计）	0.61	1.46	2.11	5.20	247.54	1.70	4.12
资产总额	41.46	100.00	40.55	100.00	-2.19	41.33	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 2025 年底，公司受限资产占资产总额的 10.92%，受限比例尚可。

图表 12 · 2025 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限类型	受限情况
货币资金	1.67	冻结	保证金
应收票据	0.20	贴现	附追索权
固定资产	0.80	抵押	银行借款、长期应付款抵押
无形资产	0.24	抵押	银行借款抵押
在建工程	1.53	抵押	银行借款抵押
合计	4.43	--	--

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司债务负担较轻，集中偿付压力可控。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底下降，负债结构均衡。其中，短期借款较上年底增加，主要用于补充经营资金；应付账款较上年底下降，主要系应付工程设备款减少，同时采购原材料价格短期下降以及采购款阶段性结清所致；一年内到底非流动负债较上年底增长主要系一年内到期的长期借款增加所致；长期借款较上年底增长，主要系产能建设投入增加所致；其他非流动负债

下降，主要系公司下调对山东中福赫达新材料科技有限公司剩余股权收购对价、推迟交割与付款时间导致应付股权收购款减少所致。截至 2026 年 3 月底，公司负债规模和结构较上年底变化不大。

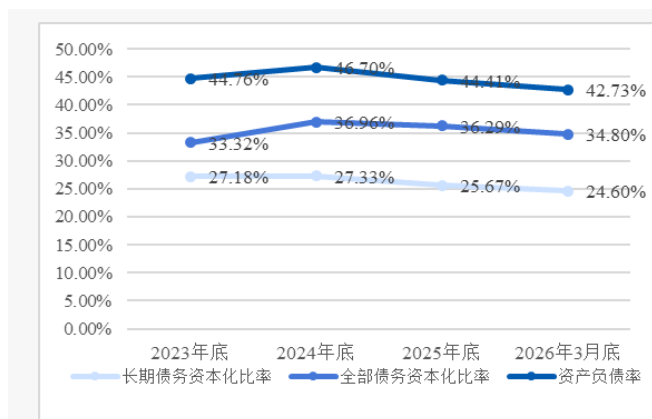
图表 13 · 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2025 年同比变化 (%)	2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)		金额	占比 (%)
流动负债	10.52	54.35	9.72	53.97	-7.64	9.46	53.58
短期借款	2.55	13.15	3.30	18.34	29.70	3.85	21.81
应付账款	4.40	22.74	3.13	17.41	-28.80	3.07	17.37
一年内到期的非流动负债	0.22	1.15	0.92	5.09	311.77	0.35	2.01
非流动负债	8.84	45.65	8.29	46.03	-6.21	8.20	46.42
长期借款	1.10	5.68	1.17	6.52	6.68	1.06	6.00
应付债券	5.34	27.60	5.54	30.74	3.59	5.58	31.60
其他非流动负债	1.83	9.46	1.06	5.89	-42.13	1.07	6.05
负债总额	19.36	100.00	18.01	100.00	-6.99	17.66	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

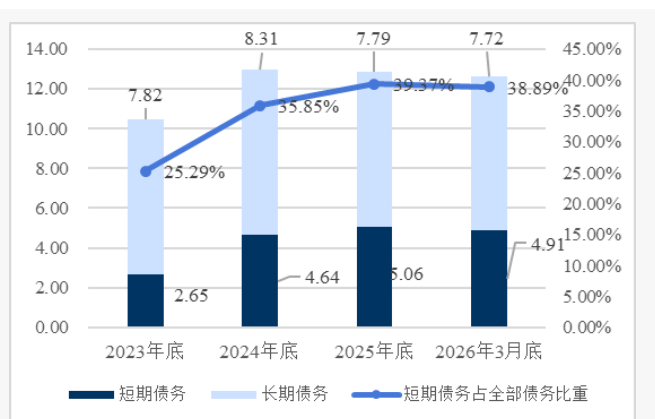
债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 12.84 亿元，较上年底下降 0.86%，短期债务占 39.37%，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，债务负担较轻。公司长期债务主要为可转债，将于 2029 年到期，未来集中偿付压力可控。

图表 14 · 公司债务指标变化



资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 15 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2025 年底，公司所有者权益 22.54 亿元，较上年底增长 2.01%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.26%，少数股东权益占比为 2.74%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 15.46%、3.83%和 69.79%。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 2026 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，公司营业总收入小幅下降，费用控制情况尚可，总体盈利能力仍很强。

2025 年，公司实现营业总收入 19.12 亿元，同比下降 2.28%；营业成本 14.16 亿元，同比下降 0.88%。公司收入及毛利率变化情况详见章节“（三）经营方面”分析。

2025 年，费用总额同比下降 2.18%，构成以管理和研发费用为主，期间费用占营业总收入的 13.49%，同比保持稳定，费用控制情况尚可；实现利润总额 1.78 亿元，同比下降 31.74%，主要系毛利率下降所致。

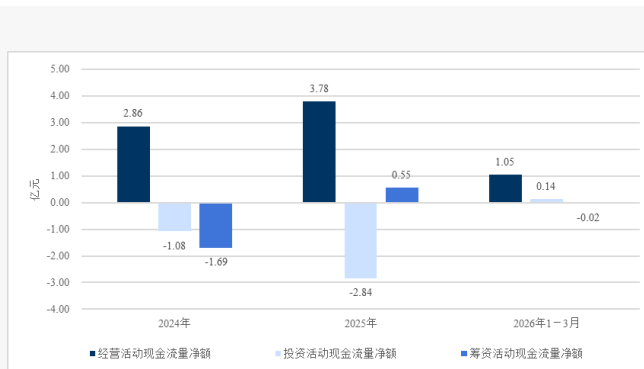
2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.97 亿元，同比增长 27.78%；实现利润总额 1.26 亿元，同比增长 1.25 倍，主要系毛利率提升所致。

图表 16 • 公司盈利指标变化情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	19.57	19.12	5.97
营业成本	14.29	14.16	4.04
费用总额	2.64	2.58	0.63
投资收益	0.14	-0.08	0.00
利润总额	2.61	1.78	1.26
EBITDA 利润率	28.01	24.01	--
总资产报酬率	7.19	5.28	--
净资产收益率	10.03	6.41	--

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 17 • 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

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模同比扩大，收入实现质量有所改善，可以覆盖投资活动需求。

2025 年，公司现金收入比同比上升 5.77 个百分点至 90.92%，收入实现质量有所改善；经营活动现金净流入量同比回升，主要系库存消化、销售回款增加所致；投资活动现金净流出规模同比扩大，主要系投资固定资产支出增加所致；筹资活动现金由净流出转为净流入，主要系增加借款同时债务偿付规模减少所致。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入同比大幅提升，主要系高毛利产品销售同比大幅增长所致；投资活动净流入规模不大，筹资活动现金净流出很小。

2 偿债指标变化

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

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	现金类资产/短期债务（倍）	1.15	1.24
	经营现金流动负债比（倍）	27.19	38.88
长期偿债指标	EBITDA 利息倍数（倍）	14.44	12.73
	全部债务/EBITDA（倍）	2.36	2.80

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很强，销售商品获得的现金和现金类资产对短期债务的覆盖程度很高；EBITDA 对全部债务和利息的保障程度高。整体看，公司偿债能力指标表现很强。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。根据公司公告，公司与潍坊科麦化工有限公司（以下简称“科麦化工”）于 2024 年 7 月签订股权转让协议，协议约定将公司持有的全资子公司烟台福川化工有限公司（以下简称“福川化工”）100.00% 的股权出售给科麦化工，转让价格为 4300.00 万元。2026 年 3 月 5 日，因福川化工相关生产安全使用许可证问题被相关部门责令停产，科麦化工向莱阳市人民法院提起诉讼起诉公司，所涉诉讼金额为 4181.28 万元。同时请求解除与公司之间于 2024 年 7 月 1 日签署的《股权转让协议》及《股权转让协议之补充协议》，请求公司配合将科麦化工所持有的福川化工全部股权变更至公司名下，并对福川化工进行交接。2026 年 4 月 1 日，莱阳市人民法院受理了该案件。2026 年 4 月 9 日，公司向莱阳市人民法院提起诉讼，起诉科麦化工（被告一）及福川化工（被告二）所涉诉讼金额：被告二向原告支付第二期应付账款人民币 709.58 万元及违约金、支付第三期应付账款人民币 425.75 万元及违约金；被告一向原告支付第二期股权转让款人民币 1050.00 万元及违约金、支付第三期股权转让款人民币 1050.00 万元及违约金。截至报告出具日，案件最新进展尚未公告。

截至 2025 年底，公司对外担保规模占期末净资产的 4.26%，系对参股公司米特加（上海）食品科技有限公司的全资子公司米特加（淄博）食品科技有限公司按持有参股公司 32.1% 的股权比例进行担保。公司对外担保规模较小。

截至 2026 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 10.79 亿元（上年同期 8.38 亿元），已使用授信额度 4.30 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，债务负担较轻。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 31.48 亿元，流动资产占 68.85%，货币资金为 2.93 亿元；负债总额 13.94 亿元；全部债务 9.26 亿元，短期债务占 40.23%，全部债务资本化比率为 34.57%。所有者权益为 17.53 亿元，其中未分配利润占 56.37%。

2025 年，公司本部营业总收入为 13.87 亿元，利润总额为 0.96 亿元；经营活动现金流净额为 1.93 亿元，投资活动现金流净额 0.42 亿元，筹资活动现金流净额-2.36 亿元。

(五) 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 2025 年度可持续发展报告》。

2025 年，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，2025 年环保总投入达 12230.89 万元。公司推动节能降耗技术应用，如依托 MVR 余热回收、沼气利用等技改项目替代新鲜蒸汽消耗，优化工艺流程降低蒸汽单耗。同时，公司推进可再生能源应用，光伏发电量达 225.98 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%。报告期内，集团旗下纤维素醚和植物胶囊三大生产基地全部荣获 SMETA 体系认证和 EcoVadis 银牌或铜牌评级（其中赫尔希胶囊于 2025 年荣获 EcoVadis 铜牌）。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（2025 年员工培训覆盖率 100%，人均年培训时长 60.31 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（2025 年开展志愿活动 13 次，总时长 1034 小时），开展重阳节爱老敬老活动、慰问贫困家庭等公益项目，并持续开展大学生就业体验日活动。

公司治理结构较为规范。公司董事会结构多元，9 名董事中包含 3 名独立董事，独立董事占比 33.33%，硕士学历占比 44.44%。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，并与合作方签订廉政协议书 1035 份，2025 年，未发现商业道德违规事件，信息披露方面无违规受处罚记录。公司注重投资者关系管理，定期召开股东大会（4 次，审议议案 22 项）、董事会（12 次，审议议案 47 项），董事平均出席率 100%。在信息披露方面，严格遵守监管规定，2025 年，披露定期报告 6 份、临时公告 165 份。供应链管理上，公司三大生产基地全部通过 SMETA 审核并获得 EcoVadis 银牌或铜牌评级，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

公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对“赫达转债”和长期债务的保障程度高，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

截至 2026 年 3 月底，公司发行的“赫达转债”余额为 6.00 亿元。2025 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 17.70 亿元、3.78 亿元、4.59 亿元，分别为“赫达转债”待偿余额的 2.95 倍、0.63 倍和 0.77 倍，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“赫达转债”的保障程度较强。

根据公司发布的公告，截至 2026 年 4 月 13 日，公司股票已有 10 个交易日的收盘价不低于“赫达转债”当期转股价格的 130%（即 21.79 元/股），预计触发有条件赎回条款。若触发赎回条款，公司董事会将审议决定是否行使赎回权。公司如决定行使赎回权，将对尚未转股的债券持有人形成转股压力，有利于促进转股进度，降低大规模到期赎回风险。

从“赫达转债”发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或可转债未转股余额不足 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对“赫达转债”的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

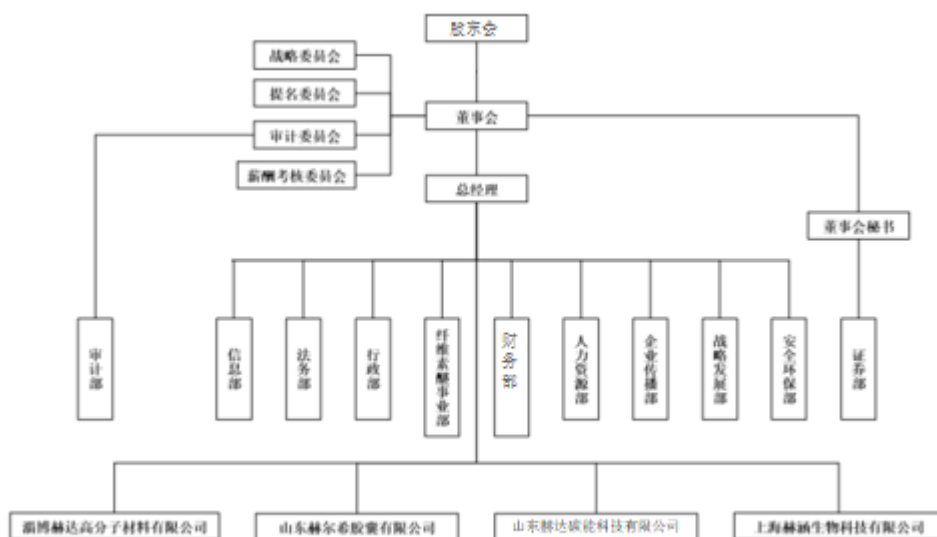
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“赫达转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 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
淄博赫达高分子材料有限公司	10000.00	化学原料和化学制品制造业	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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.34	6.29	7.10
应收账款（亿元）	5.28	4.41	5.60
其他应收款（亿元）	0.53	1.69	0.00
存货（亿元）	4.22	3.66	3.42
长期股权投资（亿元）	0.31	0.46	0.44
固定资产（亿元）	20.58	18.63	18.46
在建工程（亿元）	0.60	2.10	0.00
资产总额（亿元）	41.46	40.55	41.33
实收资本（亿元）	3.48	3.49	3.49
少数股东权益（亿元）	0.00	0.62	0.65
所有者权益（亿元）	22.10	22.54	23.67
短期债务（亿元）	4.64	5.06	4.91
长期债务（亿元）	8.31	7.79	7.72
全部债务（亿元）	12.95	12.84	12.63
营业总收入（亿元）	19.57	19.12	5.97
营业成本（亿元）	14.29	14.16	4.04
其他收益（亿元）	0.14	0.14	0.05
利润总额（亿元）	2.61	1.78	1.26
EBITDA（亿元）	5.48	4.59	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	16.66	17.38	4.35
经营活动现金流入小计（亿元）	16.95	17.70	4.47
经营活动现金流量净额（亿元）	2.86	3.78	1.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.08	-2.84	0.14
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.69	0.55	-0.02
财务指标			
净营业周期（天）	54.99	95.58	--
应收账款周转次数（次）	4.47	3.95	--
存货周转次数（次）	3.86	3.59	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.47	--
现金收入比（%）	85.15	90.92	72.97
EBITDA 利润率（%）	28.01	24.01	--
总资产报酬率（%）	7.19	5.28	--
净资产收益率（%）	10.03	6.41	--
长期债务资本化比率（%）	27.33	25.67	24.60
全部债务资本化比率（%）	36.96	36.29	34.80
资产负债率（%）	46.70	44.41	42.73
流动比率（%）	153.60	175.85	194.14
速动比率（%）	113.49	138.19	157.95
经营现金流动负债比（倍）	27.19	38.88	--
现金短期债务比（倍）	1.15	1.24	1.44
EBITDA 利息倍数（倍）	14.44	12.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.36	2.80	--

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 2026 年一季度合并财务报表未经审计；3. 公司其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中的计息部分纳入相关债务指标核算；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

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）	3.64	2.93
应收账款（亿元）	3.20	2.56
其他应收款（亿元）	11.85	13.44
存货（亿元）	2.36	1.92
长期股权投资（亿元）	3.63	3.93
固定资产（亿元）（合计）	5.55	5.12
在建工程（亿元）（合计）	0.24	0.04
资产总额（亿元）	32.42	31.48
实收资本（亿元）	3.48	3.49
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	17.19	17.53
短期债务（亿元）	3.10	3.73
长期债务（亿元）	5.95	5.54
全部债务（亿元）	9.04	9.26
营业总收入（亿元）	14.70	13.87
营业成本（亿元）	12.11	11.36
其他收益（亿元）	0.10	0.10
利润总额（亿元）	0.84	0.96
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	13.00	11.72
经营活动现金流入小计（亿元）	13.87	11.80
经营活动现金流量净额（亿元）	4.37	1.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.53	0.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.88	-2.36
财务指标		
净营业周期（天）	70.92	74.51
应收账款周转次数（次）	4.92	4.81
存货周转次数（次）	5.18	5.30
总资产周转次数（次）	0.48	0.43
现金收入比（%）	88.47	84.47
EBITDA 利润率（%）	7.58	8.87
总资产报酬率（%）	3.44	3.91
净资产收益率（%）	4.18	4.96
长期债务资本化比率（%）	25.70	24.00
全部债务资本化比率（%）	34.48	34.57
资产负债率（%）	46.99	44.30
流动比率（%）	245.65	266.80
速动比率（%）	219.46	243.20
经营现金流动负债比（倍）	48.41	23.74
现金短期债务比（倍）	1.17	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	4.09	4.50
全部债务/EBITDA（倍）	8.12	7.53

注：1. 公司本部未披露 2026 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)
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