

中国蓝星（集团）股份有限公司

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〕5679号

联合资信评估股份有限公司通过对中国蓝星（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，确定维持中国蓝星（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 蓝星 MTN003”“25 蓝星 MTN004”和“25 蓝星 MTN005”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年七月十四日

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中国蓝星（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。

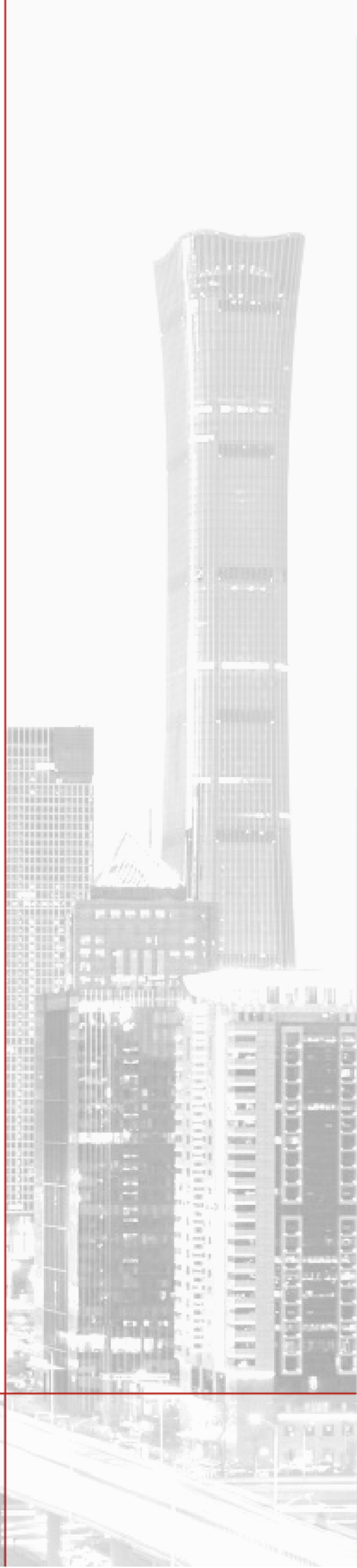
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



中国蓝星（集团）股份有限公司

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
中国蓝星（集团）股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/14
25 蓝星 MTN003、25 蓝星 MTN004、25 蓝星 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）为中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）下属的大型化工企业，跟踪期内，公司在细分领域业务规模、研发实力以及产业链等方面仍保持突出优势。公司业务和资产实现全球化布局，产品种类丰富。其中，有机硅和蛋氨酸业务规模位居国际前列，同时部分细分产品在国内保持一定的竞争优势。2025 年，公司无偿划转其他非核心业务导致营业总收入同比下降，但有机硅和蛋氨酸等核心业务经营业绩仍较为稳健。公司整体经营风险非常低。财务方面，2025 年，公司资产规模及结构较年初基本持平，其他应收款以关联方往来款为主，已计提大额坏账准备；当期所有者权益有所增长，但稳定性偏弱。公司有息债务小幅压降，但永续债规模仍较大，公司债务负担重。公司营业收入规模仍较大，EBITDA 利润率小幅提高，偿债指标有所优化，受非经常性损益拖累影响，2025 年利润总额亏损。公司整体财务风险很低。2025 年以来，控股股东向公司现金增资 16.00 亿元。综合公司经营和财务风险表现，并考虑股东支持力度大等因素，公司实际偿债能力仍极强，本报告所跟踪债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

根据中国中化及公司发展规划，公司将优化资产结构和产业布局，专注于发展化工新材料和特种化学品，有序退出非核心业务，发挥国际国内协同效应。在股东的支持下，随着相关战略规划的实施，公司综合竞争力有望进一步提升。综合来看，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司主营产品盈利能力持续弱化；公司债务负担显著上升，偿债能力大幅下降；公司发展定位调整，股东支持意愿明显下降；公司丧失主要子公司控制权或其他导致信用水平显著下降的因素等。

优势

- **公司股东实力极强，对公司支持力度大。**公司最终控股股东为中国中化，公司在中国中化的生命科学和材料科学领域居重要地位，在管理和资金方面可得到中国中化的重视和支持，公司融资渠道畅通。2025 年，公司获得控股股东现金增资 16.00 亿元。
- **公司产业链完整，研发实力强，规模优势和竞争优势突出。**公司重点布局材料科学、生命科学两大核心板块，形成了从基础化工原料到化学新材料产品的集研发、生产和销售于一体的完整产业链，其中有机硅和蛋氨酸业务规模位居国际前列。截至 2026 年 6 月底，公司拥有 75.00 万吨/年有机硅单体产能及 62 万吨/年有机硅下游主要产品产能，产能布局覆盖多品类高附加值特种硅材料，可实现国内、欧洲多区域同步配套供货；生命科学板块依托旗下上市公司蓝星安迪苏股份有限公司构筑行业壁垒，其为全球第二大蛋氨酸供应商，蛋氨酸全球市占率约 27%，同时全品类布局饲料维生素产品，饲料维生素 A 产能全球占比约 20%。

关注

- **公司经营业绩受外部因素影响较大，2025 年利润总额亏损。**化工行业属于高耗能、高污染的行业，受国家环保政策影响较大；并且属于周期性行业，随宏观经济环境、国际贸易关系及原材料成本等因素变化，行业波动显著。此外，公司境外资产和业务规模较大，面临一定海外运营和汇率波动风险。2025 年，受公司计提大额资产减值损失影响，公司利润总额亏损 3.99 亿元。
- **公司债务规模大，债务负担重。**截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 70.80%、64.05%，如将永续债调入债务计算，公司资产负债率、全部债务资本化比率较调整前分别上升 9.05 个百分点、11.14 个百分点。

- **硅材料业务板块重组后，公司合并口径的资产总额及营业收入总额将有所下降。**公司完成硅材料业务资产重组，将退出 Elkem ASA（以下简称“埃肯公司”）上市平台，保留硅材料板块内有机硅相关业务，上述事项将使得公司合并口径的资产总额和营业收入总额有所下降。

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	B	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	1
			经营分析	1
财务风险	F2	盈利能力		2
		资本结构		2
		偿债能力		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：股东支持				+2
模型级别				AAA

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

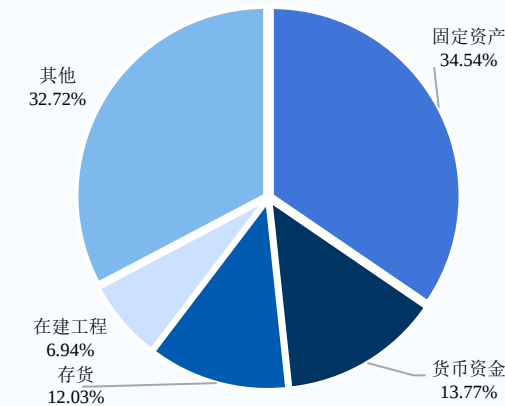
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	117.67	105.80	133.30	133.00
资产总额（亿元）	1015.29	786.99	779.73	785.93
所有者权益（亿元）	247.85	207.61	227.64	232.22
短期债务（亿元）	238.49	198.81	243.95	259.34
长期债务（亿元）	342.86	210.56	161.58	172.95
全部债务（亿元）	581.35	409.38	405.54	432.29
营业总收入（亿元）	569.00	547.74	523.61	131.39
利润总额（亿元）	-14.82	1.18	-3.99	4.92
EBITDA（亿元）	45.35	62.30	63.54	--
经营性净现金流（亿元）	44.88	50.89	55.32	6.41
EBITDA 利润率（%）	7.97	11.37	12.13	--
总资产报酬率（%）	0.65	2.74	1.08	--
资产负债率（%）	75.59	73.62	70.80	70.45
全部债务资本化比率（%）	70.11	66.35	64.05	65.05
流动比率（%）	126.39	100.99	91.04	97.30
经营现金流动负债比（%）	11.82	15.36	15.55	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.53	0.55	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	3.02	5.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.82	6.57	6.38	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	521.73	408.20	367.04	380.71
所有者权益（亿元）	187.44	194.70	196.73	195.98
全部债务（亿元）	296.18	195.80	154.66	169.23
营业总收入（亿元）	0.36	0.36	0.46	0.06
利润总额（亿元）	12.39	0.14	4.65	-0.84
资产负债率（%）	64.07	52.30	46.40	48.52
全部债务资本化比率（%）	61.24	50.14	44.01	46.34
流动比率（%）	181.04	108.18	82.29	77.21
经营现金流动负债比（%）	-0.23	-1.40	-0.31	--

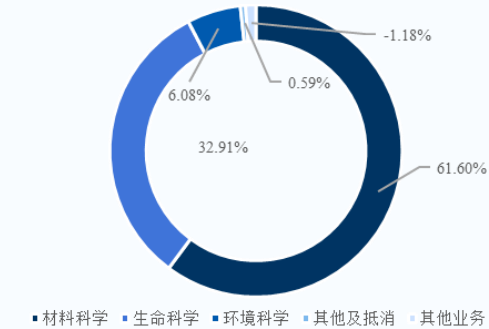
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 合并口径已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，2026 年一季度因无明细科目，债务调整采用 2025 年底数据；3. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成的；数据单位除特别说明外均为人民币；4. “--”表示数据不适用；5.本报告 2023 年采用 2024 年审计报告期初数，2024 年采用 2025 年审计报告期初数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

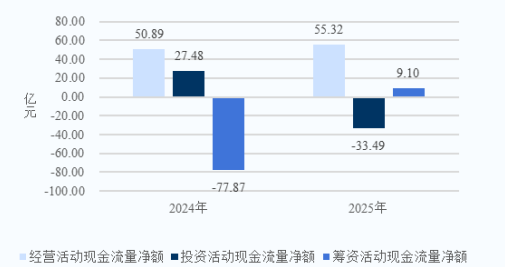
2025 年底公司资产构成



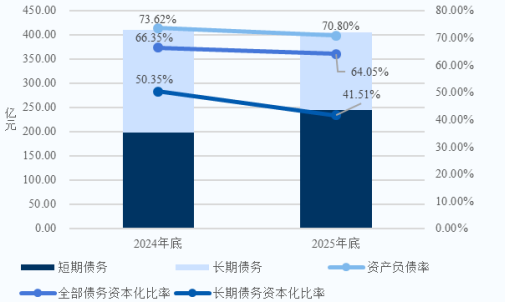
2025 年公司营业总收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年底公司债务情况



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	特殊条款
25 蓝星 MTN003	15.00	15.00	2028/07/15	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
25 蓝星 MTN004	15.00	15.00	2028/08/08	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
25 蓝星 MTN005	15.00	15.00	2027/10/22	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济

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；上述债券均为永续债券，所列到期兑付日均为下一行权日
 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
25 蓝星 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/08	樊思 牛文婧	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
25 蓝星 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/31	樊思 牛文婧		阅读全文
25 蓝星 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/10/15	樊思 牛文婧		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：樊 思 fansi@lhratings.com

项目组成员：牛文婧 niuwj@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”）关于中国蓝星（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

2025 年 12 月，公司控股股东中国化工集团有限公司（以下简称“化工集团”）以非公开协议方式向公司现金增资 16.00 亿元，截至 2025 年底，公司实收资本为 169.66 亿元。其中，化工集团直接持有公司 67.0152% 的股份，通过中蓝石化有限公司持有公司 18.5887% 的股份；同时，化工集团控股股东中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）通过中化香港（集团）有限公司持有公司 14.3961% 的股份。因此，中国中化合计间接持有公司 100.00% 的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主营业务聚焦于材料科学和生命科学等领域，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2026 年 6 月底，公司控股 2 家上市公司，分别为蓝星安迪苏股份有限公司（以下简称“安迪苏”，股票代码：600299.SH）、沈阳化工股份有限公司（以下简称“沈阳化工”，股票代码：000698.SZ），公司直接及间接对上述两家上市公司的持股比例合计分别为 74.69% 和 46.03%。公司直接及间接持有安迪苏、沈阳化工的股份不存在质押情况。跟踪期内，公司组织结构无重大变化。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 779.73 亿元，所有者权益 227.64 亿元（含少数股东权益 137.52 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 523.61 亿元，利润总额-3.99 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 785.93 亿元，所有者权益 232.22 亿元（含少数股东权益 137.93 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 131.39 亿元，利润总额 4.92 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区北土城西路 9 号；法定代表人：李波。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均已按规定用途使用完毕，均未到首个付息日。

图表 1 • 截至 2026 年 6 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	债券余额	起息日	期限
25 蓝星 MTN003	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/07/15	3+N 年
25 蓝星 MTN004	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/08/08	3+N 年
25 蓝星 MTN005	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/10/22	2+N 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

2025 年化工行业景气指数于底部温和回升，前三季度样本企业营收小幅下滑，盈利明显改善，但行业投资结构分化，行业整体债务杠杆小幅上升。完整版行业分析详见《2026 年化工行业分析》。

2025 年，硅基新材料产业供给端呈现“国内产能趋稳、海外加速收缩”的结构性特征，产能扩张阶段性缓和，供需关系趋向修复。供给方面：截至 2025 年底，中国有机硅行业实际有效产能约 340 万吨。海外供给持续收缩，过去五年全球宣布退出产能超 30 万吨/年，陶氏化学英国工厂计划于 2026 年关停部分装置，涉及二甲基环硅氧烷混合环体（DMC）产能占欧洲产能近三分之一，全球产能正加速向中国集中。2025 年国内无新增产能投放，标志着有机硅行业产能扩张周期阶段性结束。但由于 2024 年新增产能多集中于下半年，显著抬高了 2025 年产能基数。在此背景下，尽管基数效应支撑了 2025 年内产量增长，但在行业“反内卷”共识推动下，生产企业于部分时段主动采取减排措施，全年产量增速有所放缓，反映出行业供需关系趋向修复。需求方面：全球有机硅消费结构正经历深刻变革，从传统建筑等领域转向新能源、医疗健康、电子科技等新兴领域。传统建筑领域占比已从 2021 年的 33% 降至 2024 年的 25%，且随着新兴领域需求加速放量，这一比例进一步下降。2025 年 1—11 月，光伏电池产量同比增长 9.9%，带动光伏密封胶需求增加；新能源汽车产量突破 1200 万辆，电子封装材料份额提升近 20%，医疗级有机硅在植入器械领域的渗透率突破 15%。2025 年全年有机硅聚硅氧烷消耗量实现了接近两位数的增长。出口方面持续增长，据海关总署统计，2025 年中国有机硅初级形态聚硅氧烷累计出口同比增长 2.44%。价格方面：2025 年，有机硅价格（机硅核心中间体 DMC）整体呈现“先抑后扬、底部反弹”的运行态势。上半年，受行业新增产能爬坡、海外需求压制等因素影响，价格持续承压，行业普遍陷入亏损。进入下半年，在国家“反内卷”政策倡导及行业减排自律行动推动下，供给端主动收缩，价格开始反弹，行业利润空间逐步修复。

蛋氨酸细分行业具有较高的资金壁垒和技术壁垒，2025 年国内产能增速显著，进出口同步增长，市场需求持续扩容，肉鸡饲料添加比例尚存提升空间。蛋氨酸生产工艺主要为化学合成法，生产工艺与工程复杂，具有较高的资金壁垒和技术壁垒。据博亚和讯网站统计，预计 2025 年全球蛋氨酸（折 99%含量，液蛋×0.8，下同）产能 248.5 万吨，同比增长 13.0%，中国蛋氨酸产能 108.4 万吨，同比增长 47.3%。2025 年全球蛋氨酸产量 217.9 万吨，同比增长 9.0%，国内总供应量 58.2 万吨，同比增长 23.7%。2025 年国内蛋氨酸进出口均保持增加，2025 年中国出口 45.8 万吨，同比增长 20.5%，进口 17.6 万吨，同比增长 12.1%。按照博亚和讯 2025 年预测数据，全球蛋氨酸市场有望保持 6%左右的增长速度，每年需求的增量达 10 万吨以上。2025 年蛋氨酸价格呈现前高后低的趋势，蛋氨酸 2025 年全球需求约 185 万吨；国内蛋禽养殖盈利阶段性好转，饲料中蛋氨酸需求同比增长，国内需求约 50 万吨。根据博亚和讯资料及预测，肉鸡饲料中添加蛋氨酸 0.1%至 0.25%是提升饲料利用率效果最明显的阶段。中国目前的肉鸡饲料中添加蛋氨酸比例约 0.1%，还有较大的提升空间。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司产业链完整，业务多元，产品丰富，部分产品产能排名前列，规模优势显著。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

公司业务重点领域布局在材料科学和生命科学板块，形成了从基础化工原料到化学新材料产品的集研发、生产和销售于一体的完整产业链。材料科学业务，截至 2026 年 6 月底，公司拥有有机硅单体产能 75.00 万吨/年，其中国内 65.00 万吨/年，国外 10 万吨/年；有机硅下游主要产品产能 62 万吨/年，国内 30.00 万吨/年，国外 32.00 万吨/年，规模优势显著。公司有机硅业务的产能覆盖多品类高附加值特种硅材料，产品种类丰富，公司与宝洁公司、联合利华集团、奥托立夫公司等全球头部日化、汽车零部件企业建立长期战略合作关系，具备国内、欧洲多区域同步供货配套能力。

生命科学业务，公司旗下的安迪苏是全球第二大蛋氨酸供应商，也是全球为数不多可以同时生产液体和固体蛋氨酸的生产商之一。由于蛋氨酸产品技术含量高，行业技术壁垒较高，安迪苏蛋氨酸产品保持较高市场份额，全球市场占有率约 27%。此外，安

迪苏也是维生素市场的重要参与者，向客户提供全系列维生素产品，包括 A、B、D3、E、H 等一系列产品，在饲料用维生素 A 市场占有约 20% 的产能。

公司目前拥有 44 家研发和技术服务机构，分布于中国、法国、意大利、美国、巴西、挪威、新加坡等 10 个国家和地区。获得国家级资质 14 个，省部级资质 24 个，承担并完成了中国、法国、挪威等国多项重要科研项目，开发出一批具有自主知识产权的高科技产品和专有技术。公司生命科学业务和材料科学业务部分领域具有较高的进入壁垒，包括资本成本、专利技术、专业生产设备、环保及安全限制等，有效阻止了潜在竞争者进入市场。

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 2026 年 7 月 6 日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录；根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录。截至查询日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏和信用中国中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。2025 年以来，公司董事及高管人员有所变动，但上述人员变动未对公司的日常管理、生产经营产生重大影响。

（三）重大事项

跟踪期内，公司业务进行战略性优化和重组，有序退出非核心业务。

划转其他非核心业务。2025 年 7 月 17 日，公司披露了《中国蓝星（集团）股份有限公司关于出售子公司股权的公告》。公司接到上级单位中国中化的通知，中国中化正在筹划涉及公司的资产重组事项。中化装备科技（青岛）股份有限公司（以下简称“中化装备”）拟发行股份购买公司全资子公司北京蓝星节能投资管理有限公司（以下简称“蓝星节能”）持有的蓝星（北京）化工机械有限公司（以下简称“北化机”）100% 股权。中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“中化国际”）拟发行股份购买公司下属全资子公司南通星辰成材料有限公司（以下简称“南通星辰”）100% 股权。截至 2026 年 6 月底，上述事项尚在推进中。

2026 年 1 月 5 日，公司发布了《中国蓝星（集团）股份有限公司关于无偿划转资产的公告》，公告显示，根据中国中化战略管理要求，经中国中化批准，将公司分别持有的中蓝连海设计研究院有限公司、中化蓝星清洗科技（北京）有限公司、杭州水处理技术研究开发中心有限公司和蓝星（杭州）膜工业有限公司 100% 股权无偿划转给中化环境控股有限公司。2024 年四家划转标的合并报表总资产、净资产、营业收入、净利润分别为 40.64 亿元、15.99 亿元、13.8 亿元、-0.1 亿元，占蓝星公司相应指标的比例为 5.11%、7.43%、2.52%、-9.43%。截至 2026 年 6 月底，上述事项已完成工商变更。

公司完成硅材料业务资产重组，将退出埃肯公司上市平台，保留硅材料板块内有机硅相关业务。2026 年 5 月 7 日，公司发布了《中国蓝星（集团）股份有限公司关于重大资产重组的公告》（以下简称“公告”），公告显示，为持续优化产业布局，完善业务体系，经有权机构同意，Elkem ASA（以下简称“埃肯公司”）拟回购 Bluestar Elkem International Co., Ltd. S.A.（以下简称“蓝星埃肯”，公司子公司，原埃肯公司控股股东）所持有的 338338536 股，同时埃肯公司将其持有的有机硅产业公司股权转让给公司，以作为前述股份回购的对价（以下简称“本次交易”）；本次交易完成后，公司将不再持有埃肯公司任何股权，但将直接或间接持有有机硅产业公司股权。截至 2025 年底，埃肯公司总资产为 330.85 亿元，占公司总资产 42.43%，总负债为 163.43 亿元，占公司总负债的 29.60%，所有者权益为 167.41 亿元，占公司所有者权益 73.54%；2025 年埃肯公司营业收入 210.48 亿元，占公司总收入的 40.20%，净利润 -4.02 亿元，占公司剔除埃肯公司特殊减值事项后净利润的 -71.36%，埃肯公司经营活动产生的现金流量净额 8.09 亿元，占公司经营活动产生的现金流量净额的 14.62%。截至 2026 年 4 月底，上述事项已完成交割。交割完成后，公司将主要持有有机硅相关资产，碳素及硅产品相关资产保留于埃肯公司。截至 2026 年 6 月底，公司拥有有机硅单体产能 75.00 万吨/年，其中国内 65.00 万吨/年，国外 10 万吨/年，有机硅下游主要产品产能 62 万吨/年，国内 30.00 万吨/年，国外 32.00 万吨/年。本次事项预计将对公司资产总额、负债总额、所有者权益、净利润等重要财务指标产生影响，但公司对有机硅产业公司的持股比例也将提升到 100%，公司有机硅业务毛利润已于 2025 年逐步回暖（详见图表 3）。

(四) 经营方面

1 业务经营分析

2025 年，受公司无偿划转其他非核心业务影响，公司营业总收入同比下降，公司综合毛利率小幅提高。2025 年，材料科学板块中的硅材料业务主要产品因价格下滑导致硅材料板块收入及毛利润同比下降。2025 年安迪苏产品产销量均同比增长，带动生命科学板块营业收入同比增长。

2025 年，公司主营业务未发生重大变化。分板块来看，2025 年材料科学板块收入及毛利率均同比小幅提高；生命科学业务收入同比增长 10.92%，主要系下属子公司安迪苏因全球饲料添加剂需求回暖及新品放量带动其销量同比增长所致，毛利率同比小幅下降，主要系原材料价格上涨所致。2025 年，公司环境科学板块收入同比大幅下降 65.48%，毛利率同比大幅提高 7.97 个百分点，主要系公司无偿划转其他非核心业务所致。

图表 2 • 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
材料科学	356.38	62.63	9.29	318.39	58.12	10.61	322.55	61.60	11.83
生命科学	131.84	23.17	21.38	155.34	28.36	30.21	172.31	32.91	28.32
环境科学	100.74	17.70	7.76	92.24	16.84	9.14	31.84	6.08	17.12
其他及抵消	-19.96	-3.51	--	-18.18	-3.32	-1.28	-3.08	-0.59	-33.77
合计	569.00	100.00	12.22	547.79	100.00	16.32	523.62	100.00	17.84

注：本表中 2023 年及 2024 年数据未进行追溯调整
资料来源：公司提供

(1) 材料科学

公司材料科学板块主要细分为硅材料、工程塑料及功能性化学品¹三大部分。其中，硅材料为公司材料科学板块的核心业务，公司硅材料业务经营主体主要为埃肯公司及其子公司江西蓝星星火有机硅有限公司（以下简称“江西蓝星”）等，主要产品包括有机硅、硅产品以及碳素等。工程塑料业务主要由南通星辰合成材料有限公司负责运营，产品主要包括环氧树脂、PBT、改性 PBT、双酚 A、苯酚、丙酮以及聚苯醚（PPE）等；功能性化学品业务经营主体主要为沈阳化工，产品主要包括聚醚多元醇和 PVC 糊树脂等。

硅材料方面，2025 年，碳素销售价格及销量同比下降导致其营业收入及毛利润均同比下降；有机硅产品价格虽同比下降，但受益于公司江西蓝星的年产 20 万吨有机硅单体及配套项目于 2024 年 5 月投产后产能逐步释放，同时公司采取提质增效的降本措施，有机硅产品毛利润同比显著增加。硅产品方面，2025 年，由于下游需求减弱导致硅和硅铁的价格下跌，其营业收入及毛利润同比下降。公司已于 2026 年 4 月底完成硅材料业务资产重组，重组后公司保留硅材料板块内有机硅相关业务，碳素及硅制品业务划转至埃肯公司。

图表 3 • 公司硅材料业务主要产品经营情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
碳素	营业收入（亿元）	28.36	24.25	22.50
	主要产品（碳素）销售均价（元/吨）	10163.12	8850.82	8622.53
	毛利润（亿元）	8.65	7.52	6.25
	毛利率（%）	30.50	30.99	27.75
有机硅	营业收入（亿元）	96.58	100.29	102.76
	主要产品销售均价（元/吨）	29091.43	25849.17	23197.34
	毛利润（亿元）	-4.07	3.46	7.53
	毛利率（%）	-4.21	3.45	7.33

¹ 公司工程塑料和功能性化学品业务只并表，不实际管理。

硅产品	营业收入（亿元）	123.74	103.05	94.10
	主要产品销售均价（元/吨）	26783.93	24420.11	21681.55
	毛利润（亿元）	22.22	19.03	10.43
	毛利率（%）	17.95	18.47	11.09

注：1.上述数据不包括各产品间抵消部分；2.上表中毛利润和毛利率根据埃肯公司年度报告中披露的各主要产品的 EBITDA 数据测算得出
资料来源：公司提供

（2）生命科学

公司生命科学板块主要由子公司安迪苏负责运营，主要产品分为两类：功能性产品（蛋氨酸、维生素、硫酸铵及硫酸钠和硫产品）、特种产品（益生菌类产品、有机硒产品、酶制剂、适口性产品粉、未加工服务等）。安迪苏是全球第二大蛋氨酸供应商，是世界上为数不多的可同时生产固体和液体蛋氨酸的企业之一，目前拥有两大生产平台（分别位于欧洲和中国南京），并计划在泉州新建年产能 15 万吨的固体蛋氨酸工厂，该工厂预计于 2027 年投产。2025 年，受全球饲料添加剂需求回暖及新品放量影响，安迪苏液体蛋氨酸和固体蛋氨酸等产品产销量均同比增长，带动其营业收入同比增长，毛利率受天然气、硫磺等部分原材料产品价格上涨影响同比小幅下降。

图表 4 • 公司生命科学产品经营情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年一季度
功能性产品	销售收入（亿元）	88.07	116.21	129.14	32.36
	毛利润（亿元）	10.68	30.23	31.68	6.36
	毛利率（%）	12.13	26.02	24.53	19.64
特种产品	销售收入（亿元）	35.94	39.13	43.16	11.67
	毛利润（亿元）	15.31	16.70	17.10	4.79
	毛利率（%）	42.59	42.67	39.63	41.05
其他产品	销售收入（亿元）	7.83	--	--	--
	毛利润（亿元）	2.19	--	--	--
	毛利率（%）	28.00	--	--	--

注：2023 年，公司功能性产品包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵及硫酸钠；特种产品包括酶制剂、反刍动物产品、有机硒产品；其他产品包括二硫化碳、硫酸、粉末加工服务等。自 2024 年起，为更好地管理业务，安迪苏决定将其他产品与功能性产品和特种产品开展重分类。功能性产品将包含蛋氨酸、维生素、硫酸铵、硫酸钠和硫产品。特种产品包括提升消化性能类、提升动物健康水平类、提升饲料品质类、提升产品质量和价值类产品及 Nor-Feed、Innovia（粉末制剂加工服务）和斐康®蛋白系列等
资料来源：公司提供

（3）经营效率

2025 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数分别小幅下降至 7.38 次、4.47 次，总资产周转次数小幅提高至 0.67 次。

2 未来发展

公司未来计划专注于化工新材料和特种化学品，加强业务板块的产业链延伸整合，退出部分不具备竞争力的业务。公司目前在建工程大多围绕公司经营战略而展开。部分项目投融资主体为公司旗下上市公司，生命科学板块的主要经营主体安迪苏已完成发行股票募集资金用于支持在建项目建设，公司资本支出压力不大。

公司战略定位是在中国中化的发展理念和发展战略指引下，专注于发展化工新材料和特种化学品。业务战略方面，公司计划专注于化工新材料和特种化学品，对公司业务进行战略性优化和重组，有序退出非核心业务。价值链战略方面，公司立足于价值链中端，向全价值链管理综合服务商延伸。地域战略方面，公司继续优化资源配置，发挥国际国内协同效应，打造海内外双循环发展；继续整合优化海外业务，丰富在高端领域的业务条线。

截至 2025 年底，公司主要在建项目计划总投资额 96.00 亿元，已完成投资 63.66 亿元。公司在建项目和未来投资规划主要围绕公司主业展开。其中，硅材料板块涉及有机硅下游产品，主要为延伸产业链和丰富产品种类；生命科学板块项目主要为公司扩产蛋氨酸及特种产品产能。根据安迪苏 2025 年 12 月的公告显示，公司向特定对象发行 A 股股票募集资金净额 29.83 亿元用于支持安迪苏的在建项目建设。

截至 2025 年底，公司主要拟建项目计划总投资 5.18 亿元，投资规模较小。

图表 5 • 截至 2025 年底公司主要在建及拟建项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	截至 2025 年底 累计完成投资额	2026 年计划投资额
在建项目			
江西蓝星星火有机硅有限公司新建年产 20 万吨有机硅单体及配套项目	29.85	28.16	1.00
星火有机硅下游项目 A	2.74	2.04	0.12
星火有机硅下游项目 B	1.84	1.85	0.19
星火有机硅下游项目 C	1.52	0.89	0.14
安迪苏 3.7 万吨特种产品饲料添加剂项目	3.05	1.54	0.01
南京安迪苏丙烯酸废水处理及中水回用项目	3.28	2.94	0.05
蓝星安迪苏 15 万吨/年固体蛋氨酸项目	48.97	24.41	23.16
蓝星安迪苏泉州固蛋配套硫酸项目	4.75	1.83	2.4
合计	96.00	63.66	27.07
拟建项目			
南京安迪苏蛋氨酸装置扩能项目	2.28	--	1.50
星火有机硅资源综合利用项目	2.10	--	0.95
星火氯甲烷装置稀酸减排建设项目	0.37	--	0.16
埃肯上海安全气囊涂布胶扩产项目	0.16	--	0.1
星火有机硅精馏能源节约改造项目	0.27	--	0.14
合计	5.18	--	2.85

注：上述统计口径为未来需要资金支付的口径，和在建项目实际进度存在差异，如江西蓝星星火有机硅有限公司新建年产 20 万吨有机硅单体及配套项目已实际投产
资料来源：公司提供

(五) 财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该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；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，2025 年，公司因处置子公司股权不再纳入合并范围内的子公司 5 家。差错更正方面，公司对 2007 年度至 2008 年度改制过程中部分合并范围内资产的评估增值等事项进行了更正，并对报表进行了追溯调整，合计调减截至 2024 年底所有者权益 7.70 亿元。为增强财务数据可比性，本报告 2024 年底财务数据选取 2025 年审计报告的期初数据。

1 主要财务数据变化

2025 年以来，公司资产总额及构成较年初变动不大，公司其他应收款主要为应收关联公司款项，且已计提大规模的坏账准备。跟踪期内，公司所有者权益有所增加，但权益稳定性一般。公司有息债务规模较年初小幅下降，考虑到公司存续的永续债规模仍较大，公司债务负担重。公司营业收入规模仍较大，EBITDA 利润率小幅提高，受公司计提大额资产减值损失影响，2025 年利润总额亏损。跟踪期内，公司偿债指标有所优化，叠加公司行业地位突出、融资渠道通畅，实际偿债能力非常强。

资产方面，截至 2025 年底，公司资产总额较年初小幅下降，其中货币资金较年初大幅增长，主要系下属子公司安迪苏完成股票定增后募集资金到账所致；应收账款较年初下降 14.08%，应收账款账龄以 1 年内为主，已计提坏账准备 3.05 亿元；应收款项融资较年初增长 8.07%；存货较年初下降 5.03%，存货已计提减值 3.75 亿元，计提比例为 3.84%。截至 2025 年底，公司其他应收款（合计）较年初下降 18.99%，主要系控股股东化工集团代为清偿关联方往来款项，相关应收款项相应收回，公司其他应收款主要由与关联企业的往来款构成，已计提坏账准备 52.49 亿元。截至 2025 年底，公司固定资产（合计）及在建工程（合计）较年初均有所增长，固定资产成新率为 49.42%；无形资产和商誉较年初变化不大。截至 2025 年底，公司资产受限总额 6.66 亿元，占比为 0.85%，受限资产主要为货币资金（2.32 亿元）和应收款项融资（4.19 亿元）。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模及构成较上年底变化不大。

图表 6 • 公司主要资产情况

项目	2024 年初		2025 年初		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	479.67	47.24	334.48	42.50	323.97	41.55	338.34	43.05
货币资金	94.34	19.67	85.20	25.47	107.39	33.15	111.42	32.93

应收账款	48.25	10.06	51.34	15.35	44.11	13.62	51.64	15.26
应收款项融资	20.53	4.28	17.88	5.35	19.32	5.96	19.12	5.65
其他应收款（合计）	180.85	37.70	41.39	12.37	33.53	10.35	35.51	10.50
存货	98.65	20.57	98.74	29.52	93.77	28.95	92.64	27.38
非流动资产	535.62	52.76	452.51	57.50	455.76	58.45	447.59	56.95
固定资产（合计）	259.99	48.54	261.96	57.89	269.35	59.10	261.51	58.43
在建工程（合计）	59.53	11.11	46.97	10.38	54.19	11.89	57.74	12.90
无形资产	53.10	9.91	38.54	8.52	36.13	7.93	32.74	7.32
商誉	33.40	6.24	31.94	7.06	29.40	6.45	28.46	6.36
资产总额	1015.29	100.00	786.99	100.00	779.73	100.00	785.93	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；其他应付款包括应付利息、应付股利和其他应付款，在建工程包括在建工程和工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年底，公司所有者权益 227.64 亿元，较上年底增长 9.65%，主要系实收资本和少数股东权益增加所致。其中实收资本较上年底增长 10.41%，主要系化工集团增资所致；少数股东权益较上年底增长 30.40%，主要系安迪苏完成股票定增所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 39.59%，少数股东权益占比为 60.41%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 74.53%、30.99%、1.94%、-30.47%和-37.59%，公司少数股东权益占比较大，权益结构稳定性有待增强。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益金额及构成较年初变动较小。

截至 2025 年底，公司负债规模较年初大幅下降，其中，应付账款较年初下降 24.74%，主要系公司主动压缩账款所致；短期借款较年初增长 67.32%，其他应付款较年初增长 42.57%，长期借款较年初下降 30.88%，主要系为降低融资成本，置换境外债务（美元债置换为欧元短期借款）所致。公司短期借款及长期借款主要由信用借款构成，其他应付款主要由应付往来款（2025 年底 87.12 亿元）构成，2025 年，公司从中国中化下属财务公司的借款增加导致其他应付款大幅增长。截至 2025 年底，公司有息债务规模较年初下降 0.94%。其中，短期债务占 60.16%，长期债务占 39.84%。从债务指标来看，截至 2025 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 70.80%、64.05%和 41.51%，较上年底分别下降 2.81 个百分点、下降 2.30 个百分点和下降 8.84 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 476.08 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 79.85%、75.19%和 59.64%，较调整前分别上升 9.05 个百分点、11.14 个百分点和 18.12 个百分点。公司债务负担重。

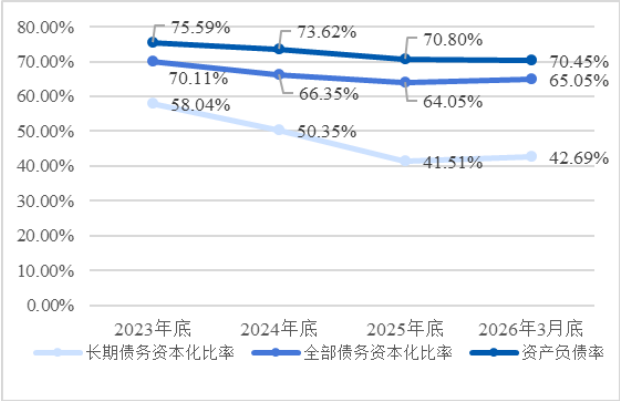
截至 2026 年 3 月底，公司负债及有息债务规模及构成较上年底变化不大。

图表 7 • 公司负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2025 年初		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	379.53	49.45	331.20	57.17	355.85	64.46	347.71	62.80
短期借款	75.47	19.88	43.97	13.28	73.57	20.68	99.40	28.59
应付账款	71.87	18.94	64.22	19.39	48.33	13.58	53.28	15.32
其他应付款（合计）	36.27	9.56	74.52	22.50	106.25	29.86	76.93	22.12
一年内到期的非流动负债	125.40	33.04	98.72	29.81	81.43	22.88	71.00	20.42
非流动负债	387.91	50.55	248.17	42.83	196.24	35.54	205.99	37.20
长期借款	239.21	61.67	180.30	72.65	124.62	63.50	135.80	65.92
应付债券	59.13	15.24	22.36	9.01	30.60	15.59	31.07	15.08
递延所得税负债	18.78	4.84	11.16	4.50	10.67	5.44	10.13	4.92
负债总额	767.44	100.00	579.37	100.00	552.08	100.00	553.71	100.00

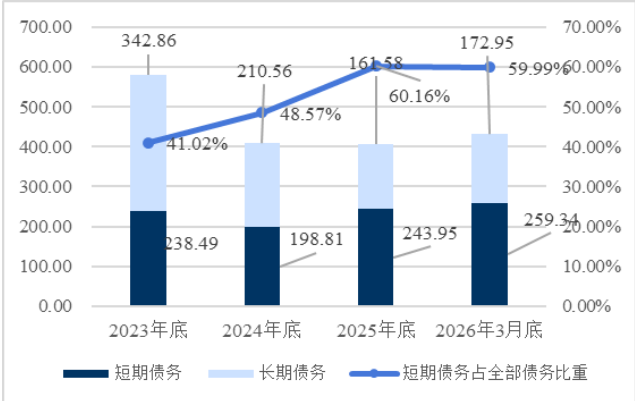
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 8 • 公司债务水平表现



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司债务构成（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利能力方面，2025 年，公司营业总收入和营业成本均同比小幅下降，营业成本降幅高于营业总收入导致公司 EBITDA 利润率小幅提高。受管理费用（职工薪酬同比下降）以及财务费用（利息支出同比减少）下降影响，公司期间费用同比下降 14.43%，期间费用率同比下降 1.88 个百分点至 16.00%。非经常性损益方面，公司其他收益主要由政府补助构成，2025 年仍保持较大规模。投资损失主要系处置衍生金融资产（或负债）所致。2025 年，公司因硅材料业务资产重组对有机硅相关业务的固定资产和商誉分别计提减值 12.18 亿元和 4.90 亿元，导致本年资产减值损失同比大幅提高。公司利润规模受非经常性损益影响很大。受上述因素影响，2025 年公司利润总额为负，总资产报酬率及净资产收益率处于较低水平。

现金流方面，2025 年，公司经营活动现金流量净额同比小幅提升；同期，公司投资活动由上年同期的净流入转为净流出，主要系上年同期公司处置关联方债权收到的现金金额较大，本年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长所致。2025 年，公司因永续债到期置换，安迪苏定增完成以及化工集团现金增资等因素影响，公司吸收投资收到的现金金额较大。公司筹资活动以债务周转为主，考虑到公司现有债务负担重，未来仍需外部融资保持债务接续。

图表 10 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	569.00	547.74	523.61	131.39
营业成本	499.49	458.44	430.18	111.89
期间费用	80.75	98.93	83.80	15.34
资产减值损失	-11.38	-6.67	-19.01	-0.04
其他收益	6.75	7.50	9.03	1.78
投资收益	3.12	19.65	-2.58	-0.01
利润总额	-14.82	1.18	-3.99	4.92
营业外收入	2.86	7.91	1.58	0.05
营业外支出	1.93	11.86	1.78	0.04
EBITDA 利润率	7.97%	11.37%	12.13%	--
总资产报酬率	0.65%	2.74%	1.08%	--
净资产收益率	-10.08%	0.54%	-4.62%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	618.45	611.21	527.70	121.34
经营活动现金流出小计	573.58	560.33	472.38	114.93
经营活动现金流量净额	44.88	50.89	55.32	6.41
投资活动现金流入小计	48.67	74.78	36.15	0.52
投资活动现金流出小计	68.93	47.30	69.64	9.59
投资活动现金流量净额	-20.25	27.48	-33.49	-9.07
筹资活动现金流入小计	549.32	369.47	370.09	162.82
筹资活动现金流出小计	600.69	447.34	360.99	158.36
筹资活动现金流量净额	-51.37	-77.87	9.10	4.46
现金收入比	106.18%	107.62%	98.32%	91.29%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标表现优化，偿债指标表现很强。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	经营现金流流动负债比（%）	11.82	15.36	15.55

长期偿债指标	现金短期债务比（倍）	0.49	0.53	0.55
	EBITDA（亿元）	45.35	62.30	63.54
	全部债务/EBITDA（倍）	12.82	6.57	6.38
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	3.02	5.08

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2025 年，公司经营现金流动负债比和现金短期债务比表现有所增强。从长期偿债能力指标看，2025 年，公司 EBITDA 同比增长，全部债务及利息支出规模有所下降，EBITDA 对债务本息的保障程度均明显增强。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在对外担保和金额 1000 万元以上的重大未决诉讼。

截至 2025 年底，公司从国内主要合作金融机构获得的综合授信额度为 695.65 亿元（上年同期 641.20 亿元），其中未使用额度为 483.35 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司控股的 2 家上市公司具有股权融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为公司的管理和融资平台，收入规模非常小，利润以投资收益为主，债务负担重。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 367.04 亿元，较上年底下降 10.08%，主要系长期股权投资下降所致。其中，流动资产 108.72 亿元，主要由货币资金（占 13.63%）、其他应收款合计（占 60.48%）和一年内到期的非流动资产（占 25.85%）构成；非流动资产 258.31 亿元，主要由长期应收款（占 39.93%）和长期股权投资（占 57.19%）构成。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 196.73 亿元，较上年底变动不大。截至 2025 年底，公司本部负债总额 170.31 亿元，较上年底下降 20.23%，资产负债率及全部债务资本化比率分别为 46.40%和 44.01%。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司本部全部债务增至 225.20 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.62%和 64.09%，公司本部债务负担重。2025 年，公司本部营业总收入为 0.46 亿元，主要来自租金收入，利润总额为 4.65 亿元（主要为投资收益 4.84 亿元）；经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为-0.41 亿元、45.70 亿元和-35.63 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司持有安迪苏 74.69%的股份，市值为 299.71 亿元。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善，整体 ESG 表现良好。

环境方面，作为化工企业，公司在生产运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司已按照中国中化的要求，实施严格管理，各所属企业均专门设立了健康安全环保部，对各自的环保工作实行统一管理，并建立了环保工作目标责任制。同时，公司根据中国化工经营战略和 SHE（安全、健康、环保）管理现状，编制了《中国蓝星（集团）股份有限公司 SHE 管理体系实施指南》，旨在提升安全、健康与环境管理水平，建设具有国际竞争力的环境友好型、本质安全型化工企业。2025 年以来，公司无重大环保处罚。

社会责任方面，公司重视安全生产，持续强化安全管理，注重提高员工的职业安全健康水平。此外，公司推进自主创新和技术进步，参与多项社会公益事业。2025 年以来，公司无重大安全事故。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，内部管理制度健全，执行情况良好。同时，公司战略规划清晰，为其持续经营和稳定发展提供良好保障。

七、外部支持

1 支持能力

公司最终控股股东实力极强。

公司最终控股股东为中国中化。中国中化由中国中化集团有限公司与化工集团联合重组而成，主营业务覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，是全球规模最大的综合性化工企业，规模优势显著，综合实力极强。

2 支持可能性

公司在中国中化的生命科学和材料科学领域居重要地位，在管理和资金方面可得到中国中化的重视和支持。

公司作为中国中化的全资二级子公司，在管理和资金方面得到中国中化的重视和支持，中国中化对于公司的发展理念和发展战略进行了明确定位，在生命科学和材料科学领域居重要地位。此外，两化重组过程中对两化财务公司整合为一家中化集团财务有限责任公司（以下简称“中化财务公司”），公司享有中化财务公司提供的相关财务支持服务。中化财务公司对公司除传统的授信额度外还提供较大额度的多币种授信，公司可利用中国中化的跨境资金通道，进行境内外资金融通。2025 年，公司从化工集团及关联方（含财务公司）借入借款 139 亿元，偿还借款 49 亿元。截至 2025 年底，中化财务公司给予公司授信 103.50 亿元，未使用额度 31.70 亿元。2025 年，控股股东化工集团向公司现金增资 16.00 亿元。

八、债券偿还能力分析

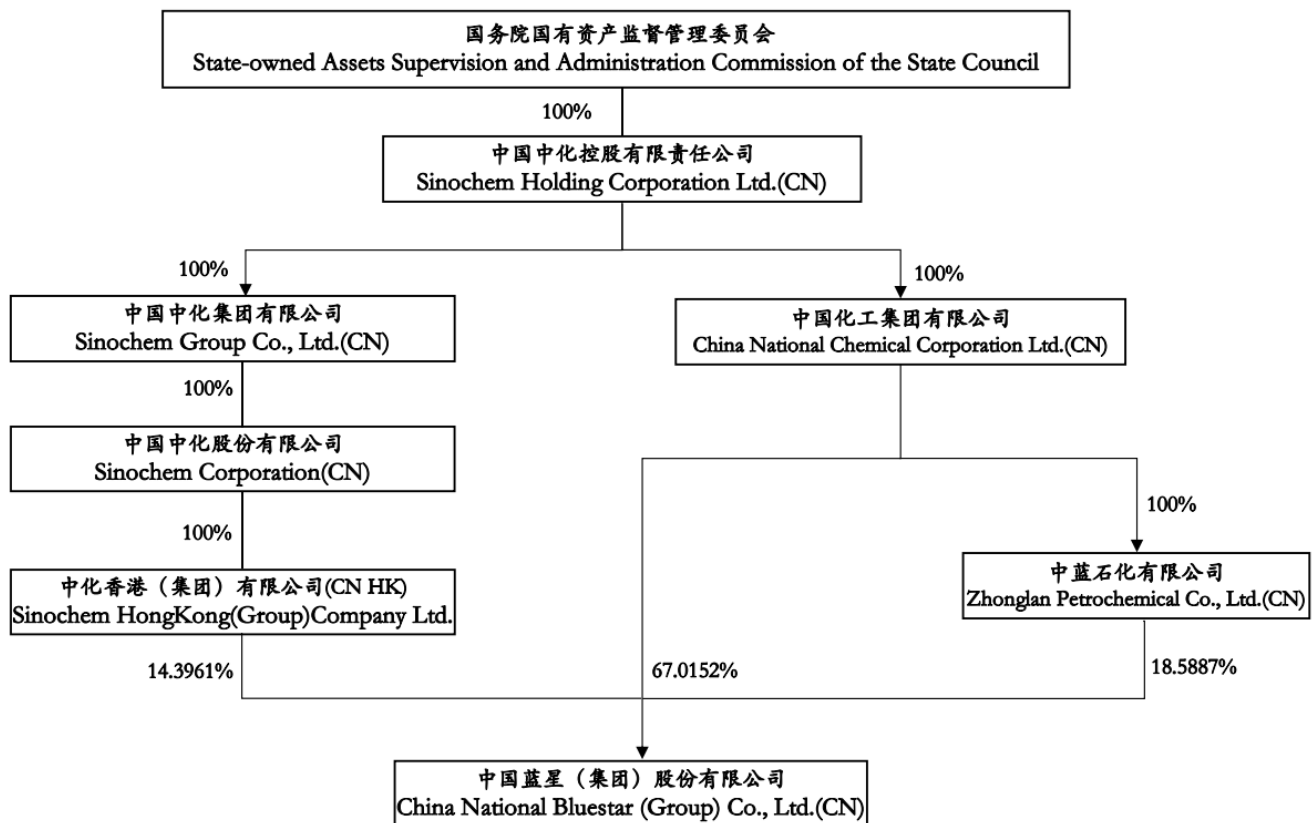
公司经营现金流与 EBITDA 对本报告跟踪债券的保障能力强。

本报告跟踪债券余额合计 45.00 亿元。2025 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障倍数分别为 11.73 倍、1.23 倍和 1.41 倍。考虑到相关债项均设置有可续期选择权，可在很大程度上缓解公司偿债压力，同时，中国中化可协调其集团内资源提升公司偿债保障。

九、跟踪评级结论

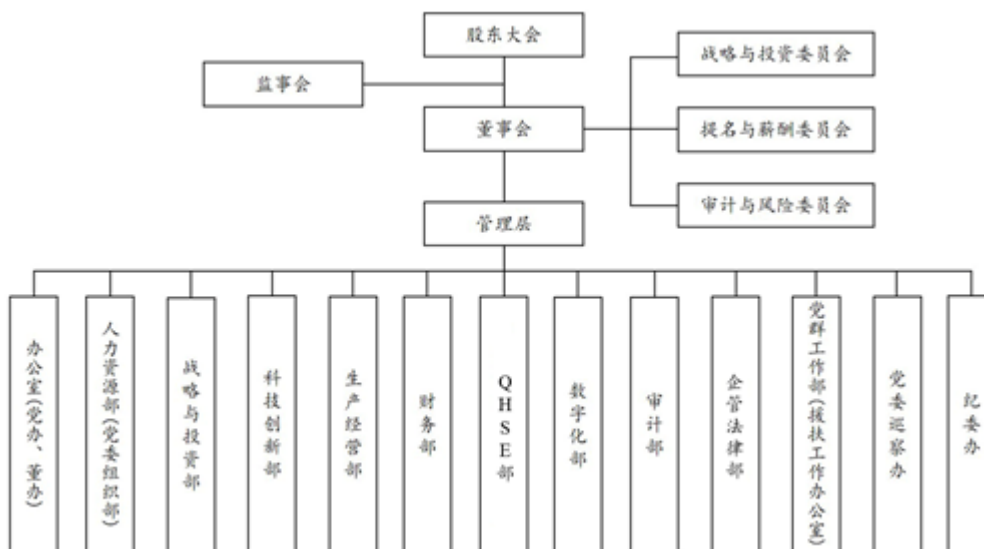
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 蓝星 MTN003”“25 蓝星 MTN004”和“25 蓝星 MTN005”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



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）

序号	公司名称	级次	注册地	经营范围	直接和间接持股比例
1	蓝星安迪苏股份有限公司	2	北京市	动物营养添加剂生产及销	85.77%
2	蓝星安迪苏营养集团有限公司	3	香港	投资控股公司	85.77%
3	Drakkar Group S.A.	4	比利时	投资控股公司	85.77%
4	Adisseo France S.A.S	5	法国	营养饲料工业的生产、开	85.77%
5	Nutriad Holding B.V	5	荷兰	投资持股公司	85.77%
6	蓝星埃肯投资有限公司	2	香港	投资控股公司	100.00%
7	蓝星埃肯国际有限公司	3	卢森堡	投资控股公司	100.00%
8	Elkem ASA（埃肯公司）	4	挪威	硅材料生产、销售	53.35%
9	蓝星有机硅国际有限公司	5	挪威	投资控股公司	53.35%
10	蓝星有机硅法国有限公司	5	法国	特种化学品的生产、销售	53.35%
11	江西蓝星星火有机硅有限公司	5	江西省九江市	化工产品销售/有机硅生产	53.35%
12	中国化工集团（香港）投资有限公司	2	香港	投资控股公司	100.00%
13	中国化工国际控股（香港）有限公司	3	香港	投资控股公司	100.00%
14	蓝星有机硅投资有限公司	2	香港	投资控股公司	100.00%
15	Bluestar Finance Holdings Limited	3	BVI	投资公司	100.00%
16	沈阳化工集团有限公司	2	辽宁省沈阳市	石油化工产品	100.00%
17	沈阳化工股份有限公司	3	辽宁省沈阳市	化工产品、化工设备	46.03%
18	山东蓝星东大有限公司	4	山东省淄博市	环氧丙烷与聚醚多元醇的	45.72%
19	沈阳石蜡化工有限公司	4	辽宁省沈阳市	石油化工产品的生产及销	46.03%
20	南通星辰合成材料有限公司	2	江苏省南通市	化工产品销售	100.00%
21	中国蓝星集团上海化工新材料有限公司	2	上海市	化工产品销售	45.45%
22	中蓝晨光化工研究设计院有限公司	2	四川省成都市	化工新材料研制与生产	100.00%
23	广州合成材料研究院有限公司	2	广东省广州市	化工技术开发及交易	100.00%
24	中国蓝星沈阳石化有限公司	2	辽宁省沈阳市	化工业	60.00%
25	北京蓝星清洗有限公司	2	北京市	制造工业清洗剂	100.00%
26	兰州蓝星清洗有限公司	2	甘肃省兰州市	制造工业清洗剂	100.00%
27	蓝星（杭州）膜工业有限公司	2	浙江省杭州市	水处理装备、膜元件制造	100.00%
28	杭州水处理技术研究开发中心有限公司	2	浙江省杭州市	膜及水处理技术研究开发	100.00%
29	中蓝国际化工有限公司	2	北京市	化工产品贸易	100.00%
30	中蓝连海设计研究院有限公司	2	江苏省连云港市	化工业	100.00%

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	117.67	105.80	133.30	133.00
应收账款（亿元）	48.25	51.34	44.11	51.64
其他应收款（合计）（亿元）	180.85	41.39	33.53	35.51
存货（亿元）	98.65	98.74	93.77	92.64
长期股权投资（亿元）	18.67	11.12	5.97	5.68
固定资产（合计）（亿元）	259.99	261.96	269.35	261.51
在建工程（合计）（亿元）	59.53	46.97	54.19	57.74
资产总额（亿元）	1015.29	786.99	779.73	785.93
实收资本（亿元）	153.66	153.66	169.66	169.66
少数股东权益（亿元）	142.43	107.12	137.52	137.93
所有者权益（亿元）	247.85	207.61	227.64	232.22
短期债务（亿元）	238.49	198.81	243.95	259.34
长期债务（亿元）	342.86	210.56	161.58	172.95
全部债务（亿元）	581.35	409.38	405.54	432.29
营业总收入（亿元）	569.00	547.74	523.61	131.39
营业成本（亿元）	499.49	458.44	430.18	111.89
其他收益（亿元）	6.75	7.50	9.03	1.78
利润总额（亿元）	-14.82	1.18	-3.99	4.92
EBITDA（亿元）	45.35	62.30	63.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	604.16	589.49	514.82	119.95
经营活动现金流入小计（亿元）	618.45	611.21	527.70	121.34
经营活动现金流量净额（亿元）	44.88	50.89	55.32	6.41
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.25	27.48	-33.49	-9.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	-51.37	-77.87	9.10	4.46
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.08	7.63	7.38	--
存货周转次数（次）	4.62	4.64	4.47	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.61	0.67	--
现金收入比（%）	106.18	107.62	98.32	91.29
营业利润率（%）	11.74	15.86	17.41	14.45
总资产收益率（%）	-0.43	3.48	0.30	--
净资产收益率（%）	-10.08	0.54	-4.62	--
EBITDA 利润率（%）	7.97	11.37	12.13	--
总资产报酬率（%）	0.65	2.74	1.08	--
长期债务资本化比率（%）	58.04	50.35	41.51	42.69
全部债务资本化比率（%）	70.11	66.35	64.05	65.05
资产负债率（%）	75.59	73.62	70.80	70.45
流动比率（%）	126.39	100.99	91.04	97.30
速动比率（%）	100.39	71.18	64.69	70.66
经营现金流流动负债比（%）	11.82	15.36	15.55	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.53	0.55	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	3.02	5.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.82	6.57	6.38	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 公司已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，2026 年一季度因无明细科目，债务调整采用 2025 年底数据；3. “--”表示数据无意义；5. 本报告 2023 年采用 2024 年审计报告期初数，2024 年采用 2025 年审计报告期初数
 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	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.23	4.98	14.81	14.49
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	184.70	70.96	65.76	66.10
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	168.06	164.15	147.73	147.74
固定资产（合计）（亿元）	0.82	0.77	0.70	0.69
在建工程（合计）（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.04
资产总额（亿元）	521.73	408.20	367.04	380.71
实收资本（亿元）	153.66	153.66	169.66	169.66
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	187.44	194.70	196.73	195.98
短期债务（亿元）	99.18	108.50	117.75	125.69
长期债务（亿元）	197.00	87.30	36.91	43.55
全部债务（亿元）	296.18	195.80	154.66	169.23
营业总收入（亿元）	0.36	0.36	0.46	0.06
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.04	0.00	0.02	0.00
利润总额（亿元）	12.39	0.14	4.65	-0.84
EBITDA（亿元）	23.95	8.95	8.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.37	0.35	0.43	0.01
经营活动现金流入小计（亿元）	0.78	0.45	3.22	0.66
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.24	-1.75	-0.41	-0.61
投资活动现金流量净额（亿元）	8.20	5.10	45.70	-14.81
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.85	-0.98	-35.63	15.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	102.86	95.27	94.21	8.79
营业利润率（%）	77.69	81.79	85.45	77.00
总资本收益率（%）	5.09	2.29	2.55	--
净资产收益率（%）	7.03	0.07	2.36	--
EBITDA 利润率（%）	/	/	/	--
总资产报酬率（%）	4.57	2.19	2.44	--
长期债务资本化比率（%）	51.24	30.96	15.80	18.18
全部债务资本化比率（%）	61.24	50.14	44.01	46.34
资产负债率（%）	64.07	52.30	46.40	48.52
流动比率（%）	181.04	108.18	82.29	77.21
速动比率（%）	181.04	108.18	82.29	77.21
经营现金流流动负债比（%）	-0.23	-1.40	-0.31	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.05	0.13	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部已将其其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，长期应付款因无明细未调整；3. “/”表示未获取，“--”表示数据无意义
 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 ²	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 ³ × 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 ⁴	(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)

² 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)

³ 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%

⁴ 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 个月内信用评级的调整方向尚无法判断