



青岛冠中生态股份有限公司

2026 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2026]跟踪 0818 号

声明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期至受评债项到期兑付日。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2026 年 6 月 24 日

发行人及评级结果	青岛冠中生态股份有限公司	A ⁻ /稳定
跟踪债项及评级结果	“冠中转债”	A ⁻
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于青岛冠中生态股份有限公司（以下简称“冠中生态”或“公司”）2025 年在市政公用和园林绿化板块取得良好拓展；有息债务持续下降，财务杠杆持续优化，跟踪期内减亏且 2026 年一季度转盈，现金及现金等价物较为充足，短期偿债压力较为可控；作为 A 股上市公司，具有股权融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司股权与控制权发生重大调整；项目承揽规模呈下滑态势且仍集中于部分优势区域，在手土地整治类大项目落地转化情况不及预期；两金占用较大、经营获现持续为负，需对后续收入及回款改善情况以及全年盈利实现情况保持关注等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	中诚信国际认为，青岛冠中生态股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：资本实力显著增强；经营及业务规模持续大幅上升；盈利能力明显提升且具有可持续性。</p> <p>可能触发评级下调因素：经营及业务规模大幅下降；业务回款情况明显弱化；债务过度扩张且投资回报率远未及预期；公司控股权变动或公司治理稳定性显著弱化等。</p>	

正面

- 2025年公司在市政公用和园林绿化板块取得良好拓展
- 有息债务持续下降，财务杠杆持续优化，跟踪期内亏损幅度收窄且2026年一季度转盈，现金及现金等价物较为充足，短期偿债压力较为可控
- 作为A股上市公司，具有股权融资渠道

关注

- 跟踪期内公司股权与控制权发生重大调整
- 项目承揽规模呈下滑态势且仍集中于部分优势区域，在手土地整治类大项目落地转化情况不及预期
- 2025年公司两金占用较大，经营获现持续为负，需对后续收入及回款改善情况和全年盈利实现情况保持关注

项目负责人：刘莹 yliu02@ccxi.com.cn
项目组成员：马涵 hma@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

主体财务概况

冠中生态（合并口径）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
资产总计（亿元）	17.91	16.24	15.73	15.25
所有者权益合计（亿元）	9.05	8.08	9.54	9.72
负债合计（亿元）	8.86	8.17	6.19	5.52
总债务（亿元）	4.69	3.95	2.08	1.93
营业总收入（亿元）	3.77	1.45	1.54	0.23
净利润（亿元）	0.34	-0.71	-0.51	0.001
EBIT（亿元）	0.50	-0.58	-0.35	--
EBITDA（亿元）	0.56	-0.53	-0.29	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.29	-0.58	-0.26	-0.15
营业毛利率(%)	32.20	18.38	16.99	36.74
总资产收益率(%)	3.23	-3.42	-2.20	--
EBIT 利润率(%)	13.34	-40.16	-22.75	--
资产负债率(%)	49.45	50.26	39.34	36.22
总资本化比率(%)	34.13	32.85	17.93	16.58
总债务/EBITDA(X)	8.42	-7.45	-7.29	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.56	-2.47	-1.43	--
FFO/总债务(X)	0.12	-0.06	-0.08	--

注：1、中诚信国际根据冠中生态提供的其经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2025 年度审计报告及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理，其中，2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

本次跟踪情况

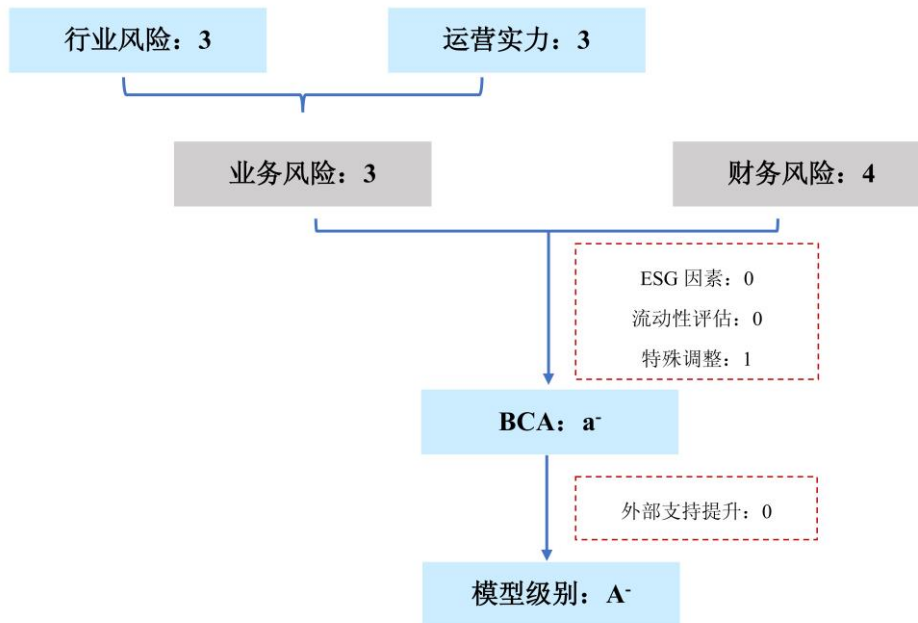
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/ 债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
冠中转债	A ⁻	A ⁻	2025/06/09 至本 报告出具日	4.00/1.83	2023/07/21~2029/07/21	赎回条款，回售条 款，转股价格向下修 正条款

注：债项余额为 2026 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
冠中生态	A ⁻ /稳定	A ⁻ /稳定	2025/06/09 至本报告出具日

● 评级模型

青岛冠中生态股份有限公司评级模型打分(C180000_2024_06_2026_1)



*行业风险得分范围为 1-5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1-7，分值越高，表现越好。

注：

调整项：考虑到公司目前有息债务主要为“冠中转债”，其期限长、存续期内需实际支付利息较少，且权益性质比较突出，公司实际面临的短期偿债压力较为可控，故特殊调整提升 1 个子级。

方法论：中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2024_06

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。

详见《一季度经济开局良好,地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，受下游行业景气度和资金状况等拖累，建筑企业在市场拓展、垫资和回款等方面承受的压力进一步增大，行业发展增速受阻，建筑企业财务表现普遍弱化。预计 2026 年国家重大战略工程建设需求以及海外建筑市场的拓展有望带来一定的增量空间，但难以完全抵消国内需求不足的影响，在存量市场竞争加剧的背景下，建筑行业总体或将呈负增长态势，行业主体信用水平将趋于弱化。

建筑行业受房地产、基础设施建设和制造业等固定资产投资影响较大。2025 年以来，国内房地产市场景气度延续下行态势，基建稳增长政策持续但投资规模增速继续放缓，加快实体经济转型升级和发展新质生产力的要求对制造业投资有所拉动，但整体仍面临产业链传导压力。综合影响下，全国建筑业增加值增速整体下滑至-1.1%，为改革开放以来首次年度负增长。展望 2026 年，房地产行业景气度仍处于底部周期，对建筑业发展形成阻力；基建投资结构和区域延续分化，虽然新增国家重大战略工程建设需求，但基建领域整体增长承压，增量空间对建筑市场的支撑仍然偏弱；化债政策有助于缓解业主资金状况，但全行业垫资及回款的资金困境将长期存在，仍将限制新项目投放及产值转化。当前国内建筑行业存量竞争格局进一步显现，但建筑企业普遍面临较大的资金压力。海外市场有望成为当前建筑企业对冲国内经营压力的关键抓手，但海外市场面临的多重不确定性仍有待关注。建筑行业投资类业务告别粗放扩张，预计 2026 年将聚焦城市更新、电力水利及西部地区重大项目等领域。在下游行业景气度和资金状况等拖累下，建筑企业在市场拓展、垫资和回款等方面承受的压力进一步增大，行业发展增速受阻，建筑企业财务表现普遍弱化，财务杠杆保持高位运行。预计 2026 年建筑业总产值或将延续负增长态势，但在宽松资金环境下建筑企业债券发行利差整体收窄，多数发债主体信用资质较好，整体偿债压力相对可控。

详见《中国建筑行业展望，2026 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12410?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内公司股权与控制权发生重大调整并完成了跨行业收购，治理结构暂保持稳定，但实际控制人变更、后续业务整合、“双主业”发展情况等对公司治理、经营、战略及整体信用状况的影响有待持续关注；项目承揽规模呈下滑态势且仍集中于部分优势区域，尽管市政公用和园林绿化板块拓展良好，但在手项目仍以土地整治为主，且该类项目产值转化不达预期，后续项目承揽接续及转化情况有待关注。

跟踪期内公司股权与控制权发生重大调整，控股股东及实际控制人同步变更，治理层暂保持稳定；

公司完成关联方收购，对其后续资源配置与跨行业整合能力提出较高要求，后续股权转让、业务整合等事项对公司治理、经营、战略及整体信用状况的影响有待持续关注。

股权结构方面，2025 年 9 月，公司原控股股东青岛冠中投资集团有限公司（以下简称“冠中投资”）及原实际控制人李春林、许剑平夫妇与杭州深蓝财鲸人工智能科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“深蓝财鲸”）签署了《青岛冠中投资集团有限公司与杭州深蓝财鲸人工智能科技合伙企业（有限合伙）关于青岛冠中生态股份有限公司之股份转让协议》，约定分两期转让公司合计 21,704,920 股股份（占公司股份总数的 15.50%¹）；其中，第一期标的股份为冠中投资持有的公司 14,703,333 股股份（占公司股份总数的 10.50%），第二期标的股份为冠中投资持有的公司 7,001,587 股股份（占公司股份总数的 5.00%）；同时，冠中投资、许剑平、青岛和容投资有限公司、青岛博正投资有限公司与深蓝财鲸签署表决权放弃协议。其中，第一期股份已于 2025 年 12 月完成过户，深蓝财鲸直接持有股份占截至 2025 年 10 月 28 日公司总股本 158,918,213 股的 9.25%并享有全部对应表决权；原控股股东冠中投资及其一致行动人放弃其所合计持有的剩余 47,246,067 股股份（占截至 2025 年 10 月 28 日公司总股本 158,918,213 股的 29.73%）所对应的表决权，弃权期限为 36 个月。该次变更完成后，深蓝财鲸成为公司控股股东，靳春平成为公司实际控制人。截至 2026 年 3 月末，公司前十名股东股权无质押、标记或冻结情况。

合并范围变化方面，2025 年公司为了拓展农作物栽培等农林业务及推进海外业务发展，投资新设了广西冠中农林科技有限公司及 GREENSUM INTERNATIONAL HOLDING LIMITED 等 3 家海外子公司，并注销了 2 家区域子公司，对公司生产经营和业绩未构成重大影响。此外，2026 年 6 月，公司完成收购杭州精算家人工智能技术有限公司（以下简称“杭州精算家”）²51%股权，工商变更登记已完成。**中诚信国际认为**，跟踪期内公司控制权发生变更，控股股东与实际控制人同步更换，原控股股东及一致行动人放弃全部表决权，控制权结构变化较大，目前第二期股份转让尚在推进中，公司治理、管理层及业务整合处于过渡期，需对股权转让事项后续进展、控制权稳定性及其对公司整体信用状况的影响保持关注。

战略规划方面，未来公司将形成“生态修复+财税人工智能应用”双主业并行驱动的发展模式。生态修复业务仍为核心，公司将继续巩固技术研发与施工优势，推动场景细分、新技术市场化及海外市场拓展；同时，通过收购杭州精算家，公司新增财税人工智能业务板块，构建第二增长曲线。**中诚信国际认为**，公司双主业战略方向清晰，此次战略转型对公司治理、资源配置及跨行业整合能力提出较高要求，后续整合效果、业绩承诺³兑现及业务协同性仍存在不确定性，需对公司战略规划的可实现性和稳定性保持关注。

¹ 根据截至 2025 年 9 月 19 日公司总股本 140,032,029 股计算，下同。

² 杭州精算家为公司关联方企业，实际控制人同为靳春平，主营业务聚焦企业服务数字化领域，依托自主研发智能财税产品等核心工具，为中小微企业提供覆盖全流程的定制化财税服务。2024 年，杭州精算家实现营业收入 5,635.82 万元、归母净利润 605.69 万元、经营活动净现金流 732.77 万元；截至 2025 年 9 月末，杭州精算家总资产为 6,948.12 万元、总负债为 3,451.07 万元。本次交易对价为 2.55 亿元，公司拟以申请不超过 2 亿元银行并购贷款及自有资金完成上述款项支付。根据公司公告，公司已按《股权转让协议》相关约定向转让方支付了第一笔股权转让价款。

³ 本次交易设置业绩承诺，补偿义务人为杭州精算家股东杭州花舞九天科技有限公司（曾用名“深圳市花舞科技有限公司”）和上海铭品企业发展有限公司，业绩承诺期为 2026-2028 年，约定杭州精算家每年经审计、扣除非经常性损益前后孰低的归母净利润最低标准分别为 2026 年不低于 5,000 万元、2027 年不低于 6,250 万元、2028 年不低于 7,500 万元；若任一会计年度业绩未达标，补偿义务人需以现金形式向冠中生态进行业绩补偿；同时额外设置资产减值补偿条款，业绩承诺期满后，若本次收购对应的标的股权出现减值，补偿义务人需另行补足减值部分，形成双重保障。

公司在植被恢复等主要业务领域具备从业资质及较为丰富的项目经验；跟踪期内项目承揽规模呈下滑态势，土地整治领域项目产值转化不达预期，后续项目承揽接续及转化情况有待关注。

跟踪期内，公司持续深耕生态环境建设主业，涵盖植被恢复、土地整治等领域。截至 2025 年末，公司累计获得授权专利 118 项，完成省级工法 10 项，在植被恢复等领域具备丰富的项目经验和一定的技术优势；同期末，公司拥有地质灾害防治单位甲级施工资质，具备植被恢复等主要业务资质，但在其他领域资质水平有待进一步提升。

表 1：近年来公司项目承揽情况（亿元、个、X、%）

	2023	2024	2025	2026.1~3
新签合同额	4.23	9.19	7.34	0.10
营业总收入	3.77	1.45	1.54	0.23
新签合同额/营业总收入	1.12	6.34	4.77	0.43
1 亿元及以上合同数量	1	1	2	--
1 亿元及以上合同金额合计	1.82	6.96	6.33	--
1 亿元及以上合同金额占比	43.03	75.73	86.24	--
民营业主新签合同额占比	2.32	0.15	0.62	--
政府（含平台）业主新签合同额占比	64.57	93.40	99.22	24.15
国企业主新签合同额占比	33.11	6.45	0.16	75.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目承揽方面，公司新签规模受单个项目影响较大。2025 年公司承揽的项目体量整体收缩使得当年新签合同额同比减少，其中，合同金额较大的项目包括 4.20 亿元的禄劝县土地整治项目（EPC+F+O）和 2.37 亿元的博山区城乡供水提升改造建设项目（续建）工程总承包其他工程 1 标；2026 年一季度，公司未有大项目落地使得当期新签规模很小。中诚信国际关注到，公司承揽的土地综合整治项目单体规模较大，但受评审流程、征迁进度滞后，以及业主规划调整等因素影响，在手土地整治项目产值转化情况不达预期。根据规划，公司将基于土地整治领域的属地化资源拓展农林板块项目，亦向国储林建设等符合国家政策导向、资金来源较有保障的领域开拓，上述领域项目有望成为新的业绩增长点，但同时，后续业务领域拓展、项目承揽及转化情况有待关注。

表 2：公司主要在手土地整治项目情况（亿元）

项目名称	业主名称	承揽年份	合同金额	截至 2025 年末待履行金额
山东省淄博市博山区博山镇全域土地综合整治试点项目（F+EPC）	淄博博山乡村经济发展有限公司/淄博淄源旅游开发有限公司	2024	6.96	6.96
禄劝县土地整治项目（EPC+F+O）	禄劝彝族自治县自然资源局	2025	4.20	4.20
博山区城乡供水提升改造建设项目（续建）工程总承包其他工程 1 标	淄博博山乡村经济发展有限公司	2025	2.37	1.41
崇左市江州区引进社会资本建设土地综合整治项目	广西崇左瑞土投资有限责任公司	2023	1.30	1.23
崇左市宁明县引进社会资本投资那堪镇等土地综合整治项目	宁明县弘丰农业发展投资有限责任公司	2024	0.55	0.50

注：博山区城乡供水提升改造建设项目（续建）工程总承包其他工程 1 标项目合同额为 2.40 亿元，按联合体分工比例计算，公司需履行合同金额为 2.37 亿元；崇左市江州区引进社会资本建设土地综合整治项目合同额为 2.60 亿元，按联合体分工比例计算，公司需履行合同金额为 1.30 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2025 年公司在市政公用和园林绿化板块取得良好拓展，土地整治新签占比有所下降，但项目承揽

仍集中于部分优势区域，区域多元化水平有待提升。

业务结构方面，受地方财政压力趋紧等因素影响，2025 年植被恢复、综合性治理等工程招标量减少，加之公司出于回款风险控制考虑，上述传统业务板块新签合同额较少；但公司新签了博山区城乡供水提升改造建设项目（续建）工程总承包其他工程 1 标和崂山区环卫园林一体化项目（第 4 包）等市政公用项目，以及市北区浮山防火通道（绿道）改造提升等园林绿化项目，使得其他业务板块新签合同额及占比均大幅提升；土地整治领域新签占比有所下降，但仍为单一最大业务来源。土地整治项目客户主要为各地政府及平台企业，业务模式为公司凭借在植被恢复领域积累的技术将不具备耕种条件的土地还原为耕地，客户将耕地指标出让后实现回款。该类项目规模较大，部分项目需公司先行垫资施工，但为分期滚动施工，待每期耕地指标出让及回款完成后实施下一期开发，单一时点资金占用较为可控；但考虑到当前政府财政压力有所加大，中诚信国际将对这类项目后续产值转化及履约回款情况保持关注。

表 3：近年来公司新签合同额业务构成（亿元、%）

	2023		2024		2025		2026.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
植被恢复	1.01	23.88	0.53	5.77	0.05	0.68	--	--
综合性治理	0.83	19.62	0.37	4.03	0.22	3.00	0.04	40.00
土地整治	1.82	43.02	7.51	81.72	4.20	57.22	--	--
其他	0.57	13.48	0.78	8.48	2.87	39.10	0.06	60.00
合计	4.23	100.00	9.19	100.00	7.34	100.00	0.10	100.00

注：1、因四舍五入存在尾数差异；2、“其他”主要包括园林绿化、市政公用等城市环境建设业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，公司在山东省内相关业务领域依旧具有较强的竞争实力和区域优势，受大项目招标进度影响，各年度山东省新签合同金额波动较大；2025 年新签的禄劝县土地整治项目（EPC+F+O）位于云南，使得西南地区占比明显上升。整体来看，2025 年公司土地整治新签占比有所下降，但项目拓展仍较集中于山东、云南及广西等地，区域多元化程度有待提升。

表 4：近年来公司新签合同额区域构成（亿元、%）

	2023		2024		2025		2026.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
山东省	2.11	49.88	8.34	90.75	3.13	42.64	0.06	60.00
西南地区	--	--	--	--	4.20	57.22	--	--
西北地区	--	--	0.02	0.22	--	--	--	--
东北地区	--	--	--	--	--	--	--	--
其他地区	2.12	50.12	0.83	9.03	0.01	0.14	0.04	40.00
合计	4.23	100.00	9.19	100.00	7.34	100.00	0.10	100.00

注：其他地区主要包括广西、江西等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2025 年公司营业总收入小幅增加但净利润仍亏损；应收账款及合同资产对资金形成较大占用，经营获现持续为负，需对后续收入、利润及回款改善情况保持关注；同时，公司有息债务持续下降，财务杠杆有所优化，且现金及现金等价物较为充足，短期偿债压力较为可控。

盈利能力

2025 年工期推进及产值转化带动公司营业总收入小幅增加，净利润仍为负，但亏损幅度较上年收窄；2026 年一季度公司净利润小幅转盈，但仍需对后续盈利改善情况保持关注。

2025 年公司植被恢复、综合性治理新签合同额同比减少，且新项目处于开工早期阶段，当年实现收入较少，且因前期投入较多，毛利率水平平均下滑至负值。同期，公司在手园林绿化项目已基本完工，收入规模很小，加之竣工决算对整个工程收益进行调整，使得该板块毛利率为大额负值；水环境治理业务已基本停滞，仅存在部分历史项目的调整事项，使得收入呈现净冲减，当年毛利率亦为大额负值。此外，公司在手土地整治大项目产值转化不及预期，但市政公用项目新签合同额同比增加且开工推进较快，使得该板块收入同比增加较多，带动 2025 年营业总收入同比回升 6.20%，营业毛利率继续下降至近年低位。2026 年一季度，公司实现营业总收入 0.23 亿元，同比基本持平；营业毛利率为 36.74%，较去年同期下降 5.62 个百分点。

期间费用方面，2025 年公司强化各项费用管控，期间费用合计金额和期间费用率均同比下降。同期，应收账款按组合计提的坏账准备减少，使得信用减值损失同比减少。综合影响下，2025 年公司净利润和 EBIT 利润率亏损幅度均较上年有所收窄。2026 年一季度，公司持续压降各项期间费用，叠加计提的信用减值损失规模进一步缩小，净利润小幅转盈，但后续公司盈利进一步改善情况及其可持续性仍有待关注。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2023		2024		2025	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
植被恢复	0.70	42.30	0.21	10.02	0.10	-20.84
综合性治理	1.19	37.38	0.68	36.85	0.39	-5.97
园林绿化	1.65	23.36	0.30	-37.15	0.01	-257.36
水环境治理	0.05	27.23	0.03	15.38	-0.02	-103.89
土地整治	0.002	--	0.10	42.13	0.02	12.77
市政公用	0.13	43.63	0.13	44.13	1.04	33.43
其他	0.03	38.12	0.01	48.52	0.01	36.90
营业总收入/营业毛利率	3.77	32.20	1.45	18.38	1.54	16.99

注：部分尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

2025 年以来公司资产和负债规模持续下降，两金⁴占比仍较高，需关注相关工程款项的结算回款情况；有息债务随偿还银行借款及可转债转股而下降，叠加权益增加，公司财务杠杆水平持续优化。

2025 年末公司总资产规模同比小幅下降，资产结构仍以流动资产为主。具体来看，2025 年公司赎回部分理财产品投资并偿还短期银行借款，使得年末交易性金融资产和货币资金此消彼长，整体规模同比缩小。同期末，公司合同资产和应收账款反向变动，主要系部分项目陆续达到合同约定收款节点，由合同资产转入应收账款所致，两金规模亦同比下降，但仍占总资产的约 55%，两金

⁴ 含应收账款和合同资产。

占用较大⁵。在业主资金面未有明显改善的背景下，需对公司工程确权结算进度和工程款项回收情况保持关注。截至 2026 年 3 月末，公司资产规模进一步小幅下降，资产结构较为稳定。

公司负债以应付账款及有息债务为主，其中 2025 年末应付账款规模随持续对外支付而同比下降。有息债务方面，2025 年末公司已全部偿还银行借款，有息负债几乎全部为“冠中转债”，且债务规模随可转债的陆续转股而大幅下降，实收资本和资本公积随之同比增加⁶。尽管受当年亏损影响，公司 2025 年末未分配利润有所减少⁷，但所有者权益规模整体同比增长。2026 年一季度，公司可转债继续转股。在负债下降及权益增加的背景下，2025 年末及 2026 年 3 月末，公司财务杠杆水平持续大幅优化。但中诚信国际认为，随着对杭州精算家收购的落地，公司须按照协议约定通过并购贷和自有资金支付股权对价款，或面临债务再次回升的可能性。

现金流及偿债情况

2025 年以来公司经营性现金流仍持续净流出，需关注后续经营获现表现；净亏损使得公司偿债能力指标表现较弱，但公司现金及现金等价物较为充足，短期偿债压力较为可控。

2025 年以来，受益于化债政策等促进相关款项回流，公司收现比同比提升，当年经营活动现金净流出缺口有所收窄；由于公司银行借款已于 2024 年集中偿还，2025 年主要用于偿还银行借款的筹资活动现金净流出规模较小。2026 年一季度公司经营获现仍然为负，虽同比有所改善，但仍需对后续工程回款改善情况保持关注。偿债指标方面，2025 年净亏损使得 EBITDA 为负，无法对债务本息形成保障，营运资金亦无法覆盖总债务，公司偿债能力指标表现较弱。但中诚信国际认为，公司目前有息债务几乎全部为“冠中转债”，存续期较长，且公司货币等价物储备较为充足，2025 年末对总债务的覆盖倍数上升，公司面临的短期偿债压力可控。

截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信额度 2.70 亿元，未使用额度为 2.67 亿元，具备一定的备用流动性。资金管理方面，公司本部对分公司资金实行统一账户管理，对子公司资金进行监督管理，因子公司较少且账面资金规模较小，并不要求子公司资金归集到公司本部账户；制定月度资金使用计划，并按资金计划执行，月度计划制定和计划外资金使用需总经理审批。

表 6：近年来公司财务相关指标（亿元、%、X、天）

	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
期间费用合计	0.68	0.76	0.68	0.15
期间费用率	18.09	52.42	44.06	63.11
经营性业务利润	0.52	-0.51	-0.40	-0.06
信用减值损失	-0.20	-0.37	-0.24	0.05
利润总额	0.37	-0.79	-0.52	0.01
净利润	0.34	-0.71	-0.51	0.001
EBIT 利润率	13.34	-40.16	-22.75	--
货币资金	2.51	1.68	2.28	2.24
交易性金融资产	3.22	2.28	1.21	1.01
应收账款	3.16	4.83	6.30	6.14
合同资产	6.28	4.52	2.42	2.34

⁵ 2025 年末，账龄在 1 年以内和 1~2 年的应收账款占比分别为 39.42%和 29.02%。

⁶ 2025 年共有 1,982,054.00 张“冠中转债”完成转股，合计转为 18,984,250.00 股“冠中生态”股票；截止 2025 年末，增加股本 18,984,250.00 元，增加资本公积 196,580,370.25 元。

⁷ 2025 年公司未进行年度利润分红。

资产总计	17.91	16.24	15.73	15.25
应付账款	3.70	3.63	3.38	2.92
负债合计	8.86	8.17	6.19	5.52
短期债务/总债务	24.01	5.08	2.03	2.72
总债务	4.69	3.95	2.08	1.93
实收资本	1.40	1.40	1.59	1.61
资本公积	3.15	3.15	5.12	5.30
未分配利润	3.70	2.91	2.40	2.40
所有者权益	9.05	8.08	9.54	9.72
资产负债率	49.45	50.26	39.34	36.22
总资本化比率	34.13	32.85	17.93	16.58
现金周转天数	343.30	1,235.92	1,143.15	--
经营活动产生的现金流量净额	-0.29	-0.58	-0.26	-0.15
投资活动产生的现金流量净额	-2.77	0.88	0.74	0.15
筹资活动产生的现金流量净额	3.87	-1.09	-0.18	0.00
货币等价物/总债务	1.21	1.00	1.53	1.56
总债务/EBITDA	8.42	-7.45	-7.29	--
EBITDA 利息保障倍数	4.56	-2.47	-1.43	--
FFO/总债务	0.12	-0.06	-0.08	--

注：货币等价物包括非受限货币资金、应收票据、交易性金融资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2026 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 0.30 亿元，均为受限货币资金，以诉讼冻结资金为主。

截至 2026 年 3 月末，公司无对外担保情况；同期末，公司作为被诉方且标的金额超 500 万元的诉讼事项共 3 起，均为工程款支付纠纷，标的金额合计约 5,054 万元，目前案件均在一审审理中，中诚信国际将对后续诉讼事项进展以及公司或有风险情况保持关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2023 年~2026 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁸

假设

——2026 年，公司工期推进及产值转化情况将有所改善，收购杭州精算家完成后，公司逐步实现业务结构转型，营业总收入将同比增长，净利润或将回正。

——2026 年，公司投资支出主要为在建项目推进及关联方收购的股权出资，保持在一定规模。

——2026 年，随着并购贷落地和用于经营周转的流动资金融入，当年末公司债务规模将有所扩大，财务杠杆同比上升。

⁸ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 7：预测情况表（%、X）

重要指标	2024 年实际	2025 年实际	2026 年预测
总资本化比率	32.85	17.93	25.00~30.00
总债务/EBITDA	-7.45	-7.29	5.00~10.00

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

调整项

中诚信国际认为，冠中生态目前 ESG 表现较优，潜在 ESG 风险较小；资金平衡能力尚可，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求。

ESG⁹表现方面，作为上市公司，冠中生态注重可持续发展和安全管理，并积极履行社会责任，治理结构较优，内控制度较为完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，冠中生态货币资金等价物较为充裕，具备一定备用流动性，且为 A 股上市公司，具有股权融资渠道；资金主要用于在手项目建设，部分项目由“冠中转债”匹配建设资金，后续资金需求较为平稳，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

特殊调整

受建筑行业景气度较为低迷等影响，2025 年公司净利润亏损，使得偿债指标较弱，但亏损规模较 2024 年有所收窄，且政府化债等政策的持续推进有助于公司项目回款。考虑到公司目前有息债务主要为“冠中转债”，其期限长、存续期内需实际支付利息较少，且权益性质比较突出，公司实际面临的短期偿债压力较为可控。综上，故特殊调整提升 1 个子级。

跟踪债券信用分析

“冠中转债”募集资金总额为 4.00 亿元，其中 2.80 亿元用于工程项目建设，剩余部分用于补充流动资金。2024 年 12 月，公司股东大会审议通过《关于部分募投项目终止并将剩余募集资金永久补充流动资金的议案》，将原用于工程项目的募集资金 0.24 亿元永久性补充流动资金；2025 年 9 月，公司股东大会审议通过《关于终止部分募投项目并将剩余募集资金投入新项目的议案》，将原用于“高青县城乡绿道网项目”建设的募集资金 0.85 亿元用于投入“博山区城乡供水提升改造建设项目（续建）工程总承包其他工程 1 标”。截至 2026 年 5 月末，募集资金使用情况与约定用途一致。**中诚信国际关注到**，2025 年 11 月“冠中转债”募集资金账户因涉及诉讼被司法冻结 2,885.40 万元，公司于 12 月向法院申请保全变更，以一般账户的自有资金置换被冻结的募集资金专户资金，上述被冻结的募集资金已解除冻结并恢复正常使用，该事项未对募集资金投资项目产生重大影响。

“冠中转债”设置赎回、回售以及转股价格修正条款。截至 2026 年 5 月末，“冠中转债”最新转股价格为 10.44 元/股。跟踪期内，公司于 2026 年 1 月 29 日至 2 月 26 日触发有条件赎回条款¹⁰，

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹⁰ 在债券转股期内，如果 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

但董事会决议不提前赎回，并承诺 2026 年 2 月 27 日至 5 月 26 日期间触发不行使赎回权；公司于 2026 年 5 月 27 日至 6 月 9 日再次触发有条件赎回条款，但董事会决议不提前赎回，并承诺 2026 年 6 月 10 日至 9 月 9 日期间再次触发亦不行使赎回权；公司未到有条件回售条款¹¹的可执行时间；因变更募集资金用途，2025 年 9 月触发附加回售条款¹²，并于 2025 年 9 月 22~26 日实施回售，回售价格 100.190 元/张（含税），已完成资金兑付；未来仍需关注公司股价变动及转股价格等因素对“冠中转债”兑付和转股的影响。

“冠中转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司利润亏损幅度收窄，经营获现缺口及财务杠杆水平均有所优化，经营业绩稳中有升，冠中生态及“冠中转债”的信用质量无显著恶化趋势。

评级结论

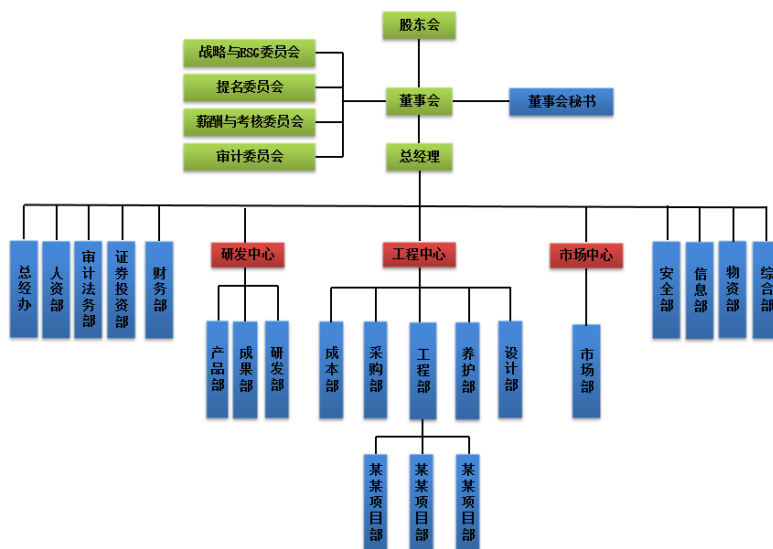
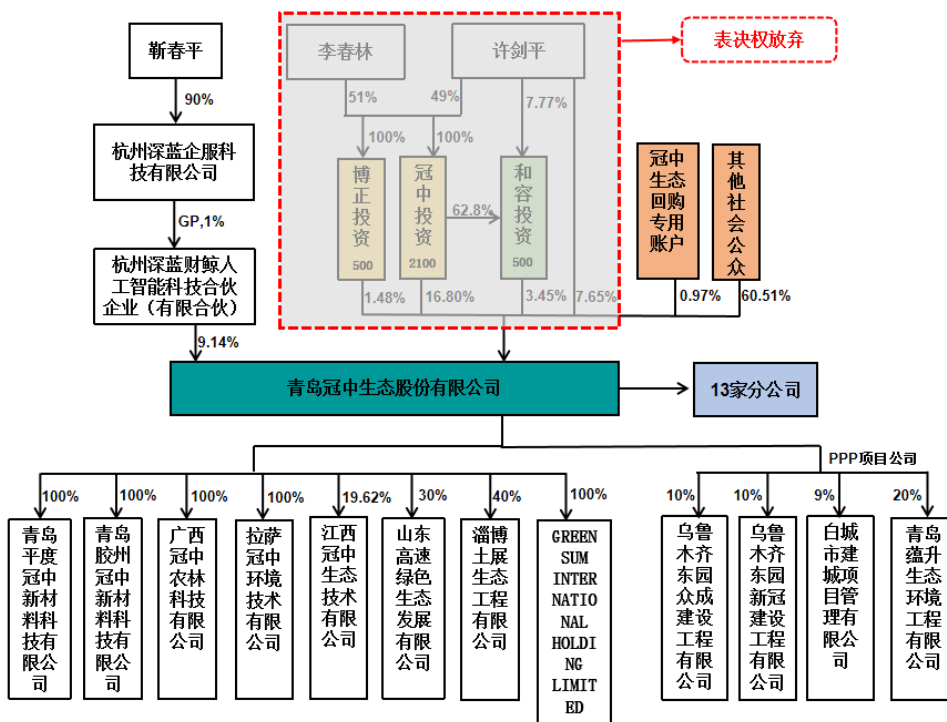
综上所述，中诚信国际维持青岛冠中生态股份有限公司的主体信用等级为 **A⁻**，评级展望为稳定；维持“冠中转债”的信用等级为 **A⁻**。

¹¹ 在“冠中转债”最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券回售给公司。

¹² 《募集说明书》约定：若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。

附一：青岛冠中生态股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2026 年 3 月末）

截至2026年3月31日，冠中生态股权结构图



资料来源：公司提供

附二：青岛冠中生态股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
货币资金	25,080.35	16,815.07	22,817.31	22,447.08
应收账款	31,614.89	48,298.73	63,012.60	61,388.76
其他应收款	1,466.11	1,437.05	1,089.07	1,098.27
存货	322.15	439.10	535.93	590.50
长期投资	11,094.66	11,167.99	11,501.33	11,530.47
固定资产	3,164.56	2,772.53	7,415.28	7,267.21
在建工程	5,194.84	6,437.79	6,729.97	7,030.46
无形资产	2,000.39	1,918.78	1,837.16	1,816.76
资产总计	179,104.93	162,449.84	157,284.91	152,467.55
其他应付款	34.00	350.60	430.21	375.94
短期债务	11,259.86	2,008.56	423.63	526.12
长期债务	35,646.23	37,525.20	20,418.89	18,797.61
总债务	46,906.09	39,533.76	20,842.52	19,323.73
净债务	22,574.32	23,094.13	1,382.95	-121.99
负债合计	88,558.74	81,652.04	61,882.12	55,223.46
所有者权益合计	90,546.19	80,797.80	95,402.79	97,244.09
利息支出	1,221.84	2,146.75	1,998.20	--
营业总收入	37,702.40	14,528.81	15,429.25	2,313.12
经营性业务利润	5,228.10	-5,051.50	-4,007.02	-635.85
投资收益	592.89	842.94	446.46	75.34
净利润	3,417.21	-7,089.86	-5,114.99	11.13
EBIT	5,028.81	-5,834.53	-3,510.40	--
EBITDA	5,572.67	-5,307.18	-2,860.10	--
经营活动产生的现金流量净额	-2,855.76	-5,796.92	-2,629.00	-1,478.21
投资活动产生的现金流量净额	-27,744.41	8,828.12	7,406.72	1,464.46
筹资活动产生的现金流量净额	38,726.61	-10,923.34	-1,757.73	0.00

财务指标	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
营业毛利率(%)	32.20	18.38	16.99	36.74
期间费用率(%)	18.09	52.42	44.06	63.11
EBIT 利润率(%)	13.34	-40.16	-22.75	--
总资产收益率(%)	3.23	-3.42	-2.20	--
流动比率(X)	2.98	3.14	3.07	3.36
速动比率(X)	2.97	3.13	3.06	3.34
存货周转率(X)	68.46	31.15	26.27	10.39*
应收账款周转率(X)	1.25	0.36	0.28	0.15*
资产负债率(%)	49.45	50.26	39.34	36.22
总资本化比率(%)	34.13	32.85	17.93	16.58
短期债务/总债务(%)	24.01	5.08	2.03	2.72
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.07	-0.15	-0.14	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.28	-2.93	-6.79	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.34	-2.70	-1.32	--
总债务/EBITDA(X)	8.42	-7.45	-7.29	--
EBITDA/短期债务(X)	0.49	-2.64	-6.75	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.56	-2.47	-1.43	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.12	-2.72	-1.76	--
FFO/总债务(X)	0.12	-0.06	-0.08	--

注：1、2026 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、因缺少 2026 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
经营效率	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2023]65 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1] 除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

[2] 个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn