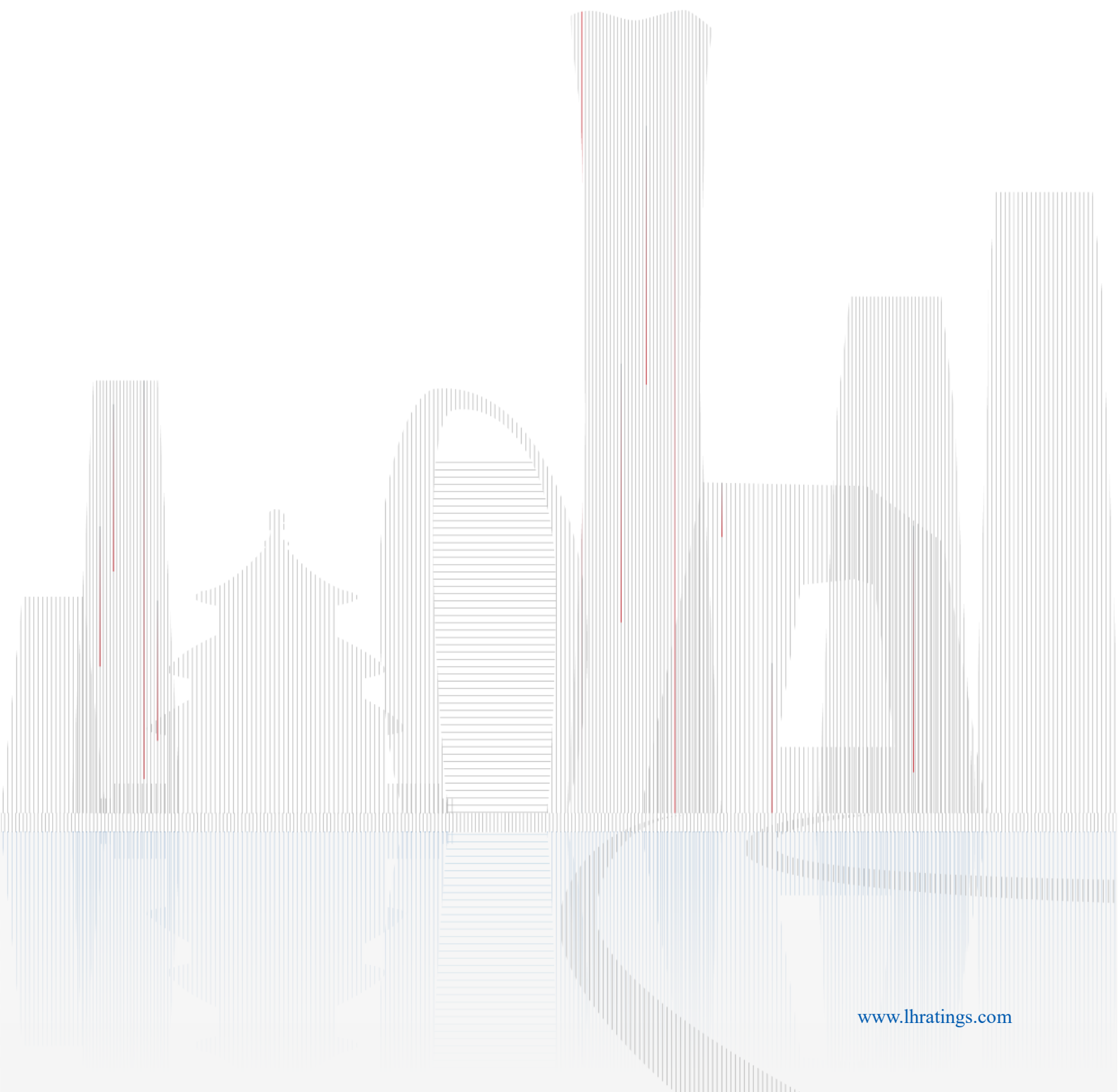


山东省国有资产投资控股有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕4204号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省国有资产投资控股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，确定维持山东省国有资产投资控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“鲁资 KY02”信用等级为 AAA_{sti}，维持“23 鲁资 Y2”“23 鲁国资 MTN003B”和“鲁资 KY01”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

评级总监：

二〇二五年六月二十四日

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山东省国有资产投资控股有限公司（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。

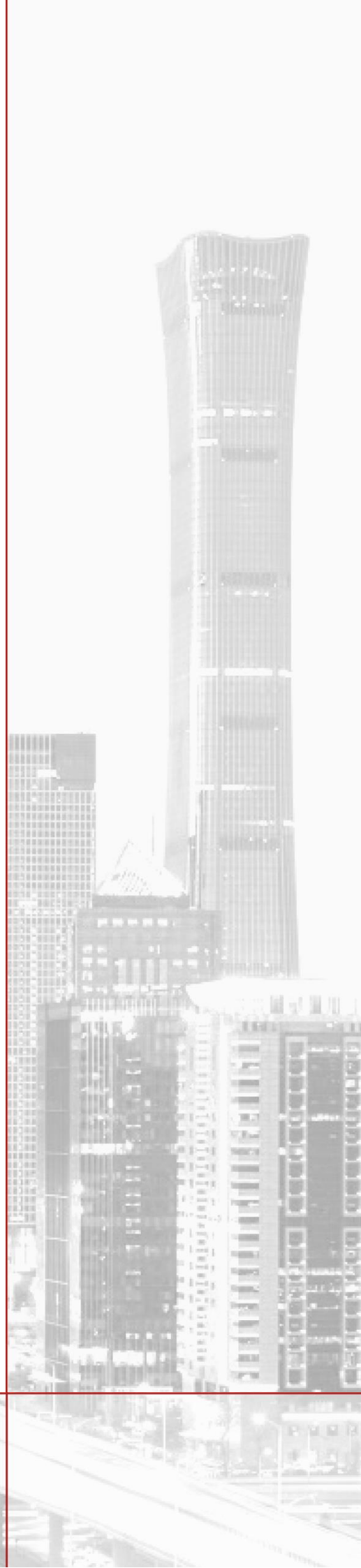
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



山东省国有资产投资控股有限公司 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东省国有资产投资控股有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/24
23 鲁资 Y2/23 鲁国资 MTN003B/鲁资 KY01	AAA/稳定	AAA/稳定	
鲁资 KY02	AAA _{Sti} /稳定	AAA/稳定	

评级观点

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）是山东省政府授权的国有资本运营公司，政府支持力度大。跟踪期内，公司董监高人员部分调整，管理制度延续；产业布局保持稳定，仍以 IT、医药、贸易、远洋渔业、金融等为主；核心产业与区域产业发展导向高度契合且产业间协同效应良好，其中 IT 及医药等核心业务在细分行业内的竞争优势得以保持，为公司长期可持续发展奠定了基础。经营方面，2024 年，公司 IT 业务所属的服务器市场规模快速增长但竞争激烈，受此影响，公司营业总收入保持增长，毛利率有所下降。财务方面，公司资产规模保持增长，本部持有多家上市公司股权，资产流动性强；利润主要来自核心产业贡献的经营利润及其他收益，期间费用对利润的侵蚀明显，但公司整体盈利能力极强；债务负担偏重；经营获现能力较好；偿债指标表现有所弱化，考虑到公司融资渠道畅通、区域地位显著，实际偿债能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在政府补贴等方面获得政府有力支持。

评级展望

未来，公司将持续推进 IT 等现有业务的发展，并继续探索投资与资本运营、资产管理等业务领域，产业布局及协同性有望得以优化，加之持续的外部支持，综合实力有望进一步增强。

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：公司股东及相关各方支持意愿显著减弱；财务指标显著弱化。

优势

- **公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，获得政府支持力度大。**公司履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能，在资产划转和政府补贴等方面获得政府支持力度大。2024 年，公司实现其他收益 26.05 亿元。
- **公司核心业务在细分领域保持显著的竞争优势。**公司控股子公司浪潮集团有限公司为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，其服务器等产品市场占有率保持行业前列地位；控股子公司山东华特控股集团有限公司聚焦于儿童健康领域产品的研发与生产，旗下“伊可新”为中国驰名商标，同类产品市场占有率位居第一。
- **本部资产流动性较强。**公司本部资产以控股子公司股权及投资类股权为主，截至 2025 年 3 月末直接持有 20 余家上市公司股权，本部交易性金融资产账面余额为 57.63 亿元。

关注

- **跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担偏重。**截至 2024 年末，公司全部债务为 868.38 亿元，同比增长 10.04%；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 79.77%、59.50%和 34.77%。
- **下属子公司众多，涉及行业分散，加大了公司管理难度。**公司资产规模庞大，拥有数量众多的控股和参股子公司，产业分布在多个区域和行业领域，增大了管理难度，对公司管理能力带来挑战。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

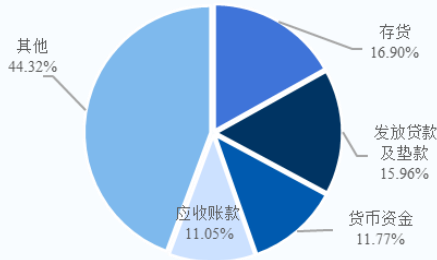
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	485.20	452.23	447.38
资产总额（亿元）	2505.56	2920.65	3081.32
所有者权益（亿元）	555.18	590.98	589.04
短期债务（亿元）	494.41	553.33	600.31
长期债务（亿元）	294.77	315.05	335.66
全部债务（亿元）	789.17	868.38	935.97
营业总收入（亿元）	1385.47	1771.27	596.30
利润总额（亿元）	55.45	59.88	9.84
EBITDA（亿元）	97.86	99.42	--
经营性净现金流（亿元）	43.94	25.02	-43.93
经调整的营业利润率（%）	4.61	4.02	--
现金及现金等价物净增加额（亿元）	90.59	-49.01	-0.26
资产负债率（%）	77.84	79.77	80.88
全部债务资本化比率（%）	58.70	59.50	61.37
流动比率（%）	81.38	82.31	82.39
经营现金流入量/流动负债（倍）	1.03	1.15	0.42
现金短期债务比（倍）	0.98	0.82	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	7.89	6.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.06	8.73	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	279.54	299.21	301.67
所有者权益（亿元）	122.67	129.87	132.35
全部债务（亿元）	152.86	162.94	162.39
营业总收入（亿元）	0.26	0.25	0.08
利润总额（亿元）	1.36	7.67	2.28
资产负债率（%）	56.12	56.60	56.13
全部债务资本化比率（%）	55.48	55.65	55.10
流动比率（%）	198.86	232.41	264.48
经营现金流动负债比（%）	-2.18	8.33	--

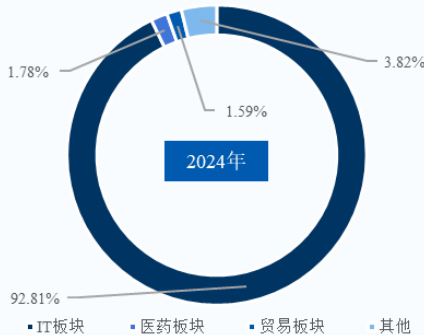
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2023—2024 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算；4. 2023—2024 年合并口径其他应付款、长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；5. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款 6. “—”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

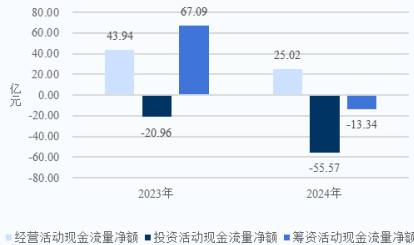
2024 年底公司资产构成



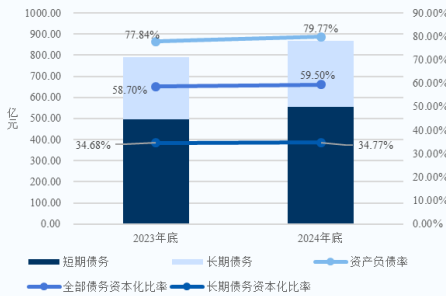
2024 年公司营业总收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 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
鲁资 KY02	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/06/06	调整票面利率，有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权
鲁资 KY01	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/03/07	调整票面利率，有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权
23 鲁国资 MTN003B	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/06/16	持有人救济，延期/赎回，利息递延权，调整票面利率
23 鲁资 Y2	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/02/27	调整票面利率，有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
鲁资 KY02	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	刘丙江 刘柏源	多元产业投资控股企业信用评级方法 (V4.0.202505) 多元产业投资控股企业主体信用评级模型 (打分表)(V4.0.202505)	阅读全文
鲁资 KY01	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/11	刘丙江 贺苏凝	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
23 鲁资 Y2、23 鲁国资 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/25	刘丙江 贺苏凝	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
23 鲁国资 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/06	刘丙江、刘晓彤	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
23 鲁资 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/02/09	刘丙江、刘晓彤	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

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

项目负责人：刘丙江 liubj@lhratings.com

项目组成员：刘柏源 liuby@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”）关于山东省国有资产投资控股有限公司（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

公司原名山东省交通开发投资有限公司，于 1994 年 3 月由山东省交通厅投资设立，初始注册资本 13171 万元。2005 年，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）以改组山东省交通开发投资有限公司的方式将浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）等九家企业的共 135619.43 万元国有出资划入公司，作为公司的注册资本金，同时将公司原实收资本 15171.00 万元及盈余公积 9209.57 万元转增注册资本。重组完成后，公司名称变更为现名，注册资本增至 160000.00 万元。后经多次股权变更，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本及实收资本为 450000.00 万元，山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司及山东省财欣资产运营有限公司分别持有公司 70.00%、20.00%和 10.00%的股权，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

跟踪期内，公司主营业务无重大变动，涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月末，公司董事会下设企业管理部、财务部、投资运营中心等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2024 年末，公司资产总额为 2920.65 亿元，所有者权益合计 590.98 亿元（含少数股东权益 407.68 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1771.27 亿元，利润总额 59.88 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额为 3081.32 亿元，所有者权益合计 589.04 亿元（含少数股东权益 405.18 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 596.30 亿元，利润总额 9.84 亿元。

公司注册地址：济南市历下区经十路 9999 号黄金时代广场 5 号楼；法定代表人：栾健。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕；除尚未到付息日的债券外，其他债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日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
鲁资 KY02	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/06/06	3+N（3）
鲁资 KY01	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/03/07	3+N（3）
23 鲁国资 MTN003B	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/06/16	3+N（3）
23 鲁资 Y2	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/02/27	3+N（3）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至本报告出具日，公司存续期由联合资信评级的永续债包括“23 鲁资 Y2”“23 鲁国资 MTN003B”“鲁资 KY01”及“鲁资 KY02”，余额合计 20.00 亿元。

“23 鲁资 Y2”“23 鲁国资 MTN003B”具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累积等特点，在清偿顺序方面等同于公司普通债务；同时，赎回条款设置使上述债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，将导致上述债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给快速增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见 [《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

2024 年，山东省经济运行稳中有进，加快新旧动能转化，努力构建“5+N”的战略战略性新兴产业发展格局；公司核心产业符合战略性新兴产业发展方向。

2024 年，山东省地区生产总值持续增长，稳居全国第三名。根据《2024 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，山东省实现地区生产总值 98565.8 亿元，比上年增长 5.7%。其中，第一产业增加值 6616.9 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 39608.6 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 52340.3 亿元，增长 5.4%。三次产业结构为 6.7：40.2：53.1。2023 年，山东省全年全部工业增加值 31934.9 亿元，比上年增长 7.1%。规模以上工业增加值增长 8.3%。分门类看，规模以上采矿业增加值增长 6.4%，制造业增加值增长 9.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长 2.6%。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 3.3%，三次产业投资构成为 1.8：42.4：55.8。重点投资领域中，制造业投资增长 15.1%，占全部投资的比重为 34.4%；基础设施投资增长 0.2%，占比重为 22.6%；高新技术产业投资增长 15.9%，占比重为 22.7%。

2024 年，山东省财政收入持续增长。2024 年，山东省全年一般公共预算收入 7711.5 亿元，比上年增长 3.3%。其中，税收收入 5039.6 亿元，下降 3.6%；一般公共预算支出 13077.2 亿元，增长 3.9%。

十四五期间，山东省加快新旧动能转化，努力构建形成“5+N”的战略新兴产业发展格局。山东省委、省政府《山东省“十四五”战略性新兴产业发展规划》提出立足全省新旧动能转换取得突破、塑成优势的坚实基础和巨大潜力，充分发挥“十强”产业中新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代海洋、医养健康等“五强”新兴产业的引领作用，加快培育壮大新能源汽车、航空航天、绿色环保、新兴服务等新兴产业的规模和实力，努力构建形成“5+N”的战略新兴产业发展新格局。提出具体产业发展重点，并以专栏形式提出每个产业重点推进的重大项目。公司重点发展的 IT 行业、医药健康行业符合山东省战略性新兴产业发展方向。

六、控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

跟踪期内，公司营业总收入仍主要来自 IT、医药、贸易以及远洋渔业和金融投资业务，其中 IT 业务板块占收入规模占比很高。2024 年，受 IT 业务板块收入规模扩大因素带动，公司营业总收入同比有所增长。除贸易业务板块盈利水平低，公司其他业务板块毛利率水平均相对较高，但由于 IT 板块为公司营业总收入的最主要来源，由于该板块盈利水平同比有所下降，以致公司综合毛利率同比有所下降。

2024 年，公司营业总收入同比有所增长，主要来自 IT、医药、贸易以及远洋渔业和金融投资等其他板块。其中，IT 板块为公司营业总收入的最主要来源。从毛利率来看，2024 年，受市场竞争激烈等因素影响，IT 板块毛利率下滑，导致公司综合毛利率同比有所下降。

2025 年 1—3 月，受益于 IT 业务规模快速增长，公司营业总收入同比增长 94.65%；受 IT 业务客户结构、产品结构、原材料供应、市场竞争激烈等多方面因素的综合影响，毛利率同比下降 7.11 个百分点。

图表 2 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
IT 板块	1226.89	88.55%	14.45%	1643.93	92.81%	12.01%	566.88	95.07%	6.70%
医药板块	37.42	2.70%	63.25%	31.50	1.78%	62.89%	8.19	1.37%	67.83%
贸易板块	25.62	1.85%	2.15%	28.23	1.59%	1.06%	7.52	1.26%	0.55%
其他	95.54	6.90%	37.54%	67.61	3.82%	54.37%	13.71	2.30%	62.62%
合计	1385.47	100.00%	17.14%	1771.27	100.00%	14.36%	596.30	100.00%	8.75%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 重要子公司

跟踪期内，公司核心产业仍为 IT 产业，其主要经营实体为浪潮集团；公司医药产业的主要经营实体山东华特控股集团有限公司（以下简称“华特控股”）对公司净利润贡献较大；公司其他业务板块中，德州银行股份有限公司（以下简称“德州银行”）的资产总额在合并口径中占比较高。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	持股比例	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	经营性净现金流
浪潮集团	48.51%	IT	1684.71	379.89	1628.07	44.23	-23.15
华特控股	100.00%	医药	60.84	51.14	30.22	10.33	8.91
德州银行	44.00%	其他	842.52	57.18	29.14	1.24	33.33
公司合并口径	--	--	2920.65	590.98	1771.27	49.48	25.02

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

七、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司仍作为山东省政府授权的国有资本运营公司，控股产业多元且以竞争性行业为主，产业布局保持稳定且产业内部协同性高，其中 IT 及医药等业务在细分行业内仍具备显著的竞争优势。

公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，资产及营收规模在山东省属国有企业中处于第一梯队，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能，经营管理多家重要子公司，控股产业布局保持稳定，主要涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，并在 IT 行业和医药行业布局产业链上下游，产业内部协同性高。

（1）IT 行业

随着电子信息产业快速发展以及网络信息安全建设逐步推进，中国 IT 行业保持快速增长。根据国际数据公司 IDC 发布的数据，2022—2024 年，中国加速服务器市场规模分别为 67 亿美元、94 亿美元和 221 亿美元；液冷服务器市场规模分别为 10.1 亿美元、14.2 亿美元和 23.7 亿美元。整体来看，中国加速服务器和液冷服务器市场规模持续大幅增长。竞争格局方面，中国服务器市场主要厂商为浪潮电子信息产业股份有限公司（以下简称“浪潮信息”）、新华三集团有限公司和联想集团有限公司等。公司控股子公司浪潮集团（截至 2024 年末公司持股 48.51%）控股浪潮信息（证券代码：000977.SZ）和浪潮软件股份有限公司（以下简称“浪潮软件”，证券代码：600756.SH）两家 A 股上市公司以及港股上市公司浪潮数字企业技术有限公司（以下简称“浪潮数字企业”，证券代码：0596.HK）。浪潮集团于 1993 年制造出中国第一台服务器，并一直在中国服务器领域处于领先地位。浪潮集团拥有 IT 领域唯一设在企业的国家重点实验室——“浪潮高效能服务器和存储技术国家重点实验室”，自主研发的中国第一款关键应用主机浪潮 K1 使中国成为继美日之后第三个掌握高端服务器核心技术的国家，荣获 2014 年度国家科技进步一等奖，浪潮天梭 K 系统已超过美国甲骨文，跻身高端 Unix 服务器市场的前三强。根据 Gartner、IDC 发布的数据，2024 年浪潮信息服务器市场份额位列国内第一、全球第二；存储装机容量位列国内第一、全球前三，市场地位突出。

（2）医药制造行业

2024 年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入止跌回升，利润水平整体企稳。仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，鼓励研究和创制新药，鼓励优质中医药企业发展。与此同时，医药反腐政策进一步规范了行业发展，加速行业内部分化。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定。完整版行业分析详见[《医药制造行业 2025 年度行业分析》](#)。公司控股子公司山东省医药集团有限公司（以下简称“山东医药”）以药品批发、零售、现代医药物流、健康服务为主营业务，并拥有“益寿堂”和“真诚大药房”品牌的 200 多家零售连锁药店，销售覆盖山东省大部分二级医院和连锁药店，经营品规 1 万余个，是山东省医药供应保障体系的骨干企业；控股子公司华特控股主要聚焦儿童健康领域，已形成以伊可新为龙头，伊 D 新、伊佳新、盖笛欣、伊甘欣、舒童欣、伊之优等为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。其中“伊可新”为中国驰名商标，持续位居同类产品市场占有率第一。

（3）贸易行业

2024 年，中国进出口贸易总额稳步增长，累计出口同比上升明显，海外需求韧性较强；受国内需求较弱叠加全球大宗商品价格下跌影响，累计进口同比增速下滑。2025 年一季度，在美国政府频加关税、外部困难挑战增多的情况下，中国外贸进出口实现平稳开局。进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对欧美、日本等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；我国对原油、煤炭等能源类产品和大豆等农产品的进口依赖度仍较强。完整版行业分析详见[《2025 年贸易行业分析》](#)。公司控股子公司山东省轻工业供销有限公司（以下简称“轻工供销”）具有商务部认可的从事纸浆、油脂、大型机电设备进出口的合法资质，自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量大型的纸浆经销商之一。

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码 3701010000254937），截至 2025 年 5 月 7 日，公司本部无不良信贷信息记录。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 22 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董监高人员部分调整，管理制度延续。

跟踪期内，公司章程和主要制度未发生重大变化，管理制度延续。董事、监事和高管人员变动方面如下表所示。

图表 4 • 公司董监高主要人员变动情况

姓名	职务	变更类型	任职/离职时间	变更人员类型
任长河	董事	离任	2024 年 4 月	董事
李欣胜	职工董事	新任	2024 年 4 月	董事
苗伟	董事	新任	2025 年 1 月	董事
郭晓东	董事	新任	2025 年 1 月	董事
迟明杰	党委常委、副总经理	离任	2024 年 1 月	高级管理人员
刁茵玉	党委委员、副总裁、总审计师	离任	2024 年 1 月	高级管理人员
段东	总裁助理	离任	2024 年 3 月	高级管理人员
杨光军	党委副书记	新任	2025 年 1 月	高级管理人员
褚国良	党委常委、副总经理	新任	2025 年 1 月	高级管理人员
何伟	党委常委、副总经理	新任	2025 年 1 月	高级管理人员
黄卫民	财务总监	离任	2025 年 6 月	高级管理人员
韩东	财务总监	新任	2025 年 6 月	高级管理人员

资料来源：公司提供

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）IT 板块

跟踪期内，得益于服务器市场快速增长，公司加强产品规划和创新，服务器及部件销售额大幅增加，IT 业务收入规模同比有所增长；硬件业务上下游集中度高，需关注国际贸易摩擦加剧下对原材料供应稳定性的影响；公司根据零部件供应情况调节备货力度，存货规模处于较高水平。

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营。浪潮集团拥有浪潮信息、浪潮软件两家 A 股上市公司以及浪潮数字企业一家香港联交所上市公司，业务范围涵盖硬件产品（服务器及微型计算机等）和软件产品（系统集成、软件开发及云计算等），主要业务收入集中于两家国内上市公司。

2025 年 3 月，美国商务部工业与安全局将浪潮信息、浪潮软件在内的 6 家浪潮集团子公司列入“实体清单”，需持续关注该事件可能对公司核心芯片供应稳定性方面带来的不利影响。

A. 硬件产品

公司硬件产品的生产和销售主要由浪潮信息负责，主要产品分为通用服务器产品、存储服务器产品、高端服务器产品和边缘服务器产品等产品，产品结构丰富。通用服务器主要产品为通用机架式和塔式服务器；边缘服务器主要提供面向边缘云侧、远边侧、近边侧不同场景的极致边缘算力，满足用户边缘算力需求；存储服务器主要包括分布式存储、集中式存储及数据管理与保护系统等相关类别，支持数据快照、数据复制、远程数据同步的高端应用，可满足云计算、文件服务、视频图片处理等多领域的应用；高端服务器产品为客户关键业务应用而设计，具备享誉业界的“三高一强”特性，可为用户提供强大的计算性能、极致的可用性和从内核到系统的全方位安全防护能力。

2024 年，浪潮信息实现营业总收入 1147.67 亿元，同比增长 74.24%，利润总额 23.63 亿元，同比增长 57.09%，收入和利润同比增长主要系服务器市场快速增长，公司加强产品规划和创新，服务器及部件销售额和毛利润大幅增加所致；经营活动现金净流入 0.98 亿元。

采购

公司硬件产品原材料主要有 CPU、内存、硬盘等，主要采用“以需定购”的采购模式，由浪潮信息采购部门根据生产需要进行采购。浪潮信息已经与规模较大、信誉较好的供应商建立了合作伙伴关系，通过签订长期供货合同、建立安全库存，保证供应。浪潮信息与上游供应商的结算模式包括电汇、银行承兑汇票、信用证，并根据原材料的类别设定信用账期，基本为 30 天~90 天，进口采购结算货币以美元为主。价格方面，近年来公司元器件采购价格波动较大，一方面受市场供求关系影响，另一方面由于 CPU 等高端部件采用美元结算，汇率波动亦对采购价格存在影响。在应对汇率波动风险方面，浪潮信息已开展与主业经营相关、以对冲

现货市场风险为目的的货币类金融衍生品套期保值业务，包括远期结售汇、利率掉期等产品或者上述产品的组合。2024 年，公司存货 493.57 亿元，同比增长 74.75%，主要系公司根据上游零部件供应情况调节备货力度所致。供应商集中度方面，2024 年，浪潮信息前五大供应商集中度为 74.13%，较上年提升 2.60 个百分点，前五大供应商采购额中无关联方交易，供应商集中度高。总体来看，公司构建了较为完整的采购体系，制定了科学合理的供应商管理模式，与主要原材料供应商的合作稳定性高。

生产

产能方面，公司拥有 8 个研发中心、10 个生产基地、26 个分支机构，业务遍及 120 多个国家和地区。生产模式方面，公司形成了信息化生产和自动化柔性生产模式。产品分为标准化生产和定制化生产两种模式。由于服务器特别是 K1 等高端服务器应用场景的特殊性，服务器生产更多采取按单定制的方式。此外，公司通过与客户实现供应链平台的信息化对接、自动化下单、共享库存提高运营效率，实现了与客户之间协同创新、量身定制，建立了与客户长期稳定的合作关系。在产线质量控制方面，公司考核产品上线直通率、交验合格率、出库合格率和产品研发水平，形成了成熟的产品可靠性测试制度（ORT）以保证产品质量，产品交检合格率逾 99%。

销售

公司硬件产品销售收入主要来自于国内地区，2024 年国内销售占比为 70.30%，主要客户为互联网客户、银行类金融机构、通信运营商和能源企业等。销售模式分直销和渠道销售两类。其中，直销模式主要面向政府、大中型企业集团等客户，主要通过参与大型项目招投标方式取得订单；渠道销售主要包括以下三种情形：（1）公司销售给分销商，由分销商销售给二级渠道即授权经销商再销售给最终客户；（2）公司销售给行业代理和金牌经销商，然后再销售给最终客户；（3）公司销售给系统集成商和独立软件开发商，由其再销售给最终客户。公司硬件产品直销和渠道销售比例约为 8：2。公司会对直销和渠道客户进行信用评估以确定信用账期，其中直销客户主要采取发货后付款、分阶段验收并按进度付款等方式；渠道客户主要采取发货付款方式，信用账期为 0~60 天，并以现付和 30 天账期为主。硬件销售的结算方式主要有现金、电汇、银行承兑汇票等。客户集中度方面，2024 年，浪潮信息前五大客户集中度为 83.22%，较上年提升 27.07 个百分点，前五大客户销售额中无关联方交易，客户集中度高。总体来看，公司主要客户具有良好的信用和较强的实力，公司也加强应收账款管理，下游回款风险整体可控。

B. 软件及系统集成

公司软件及系统集成业务涉及政府电子政务、烟草等其他行业信息化建设，主要由浪潮软件负责。经过多年发展，在国内区域电子政务和烟草行业信息化等领域积累了一定优势。截至 2024 年末，浪潮软件资产总额为 43.32 亿元，所有者权益合计 23.37 亿元；2024 年，浪潮软件实现营业总收入 18.70 亿元，同比下降 26.77%，主要系数字政府领域收入下降所致；利润总额 0.07 亿元，同比下降 91.92%，主要系受宏观经济形势的影响，客户端资金紧张、项目招标延期且交付验收延迟，收入规模和毛利额下降所致。2024 年，浪潮软件前五大供应商集中度为 25.51%，同比下降 3.24 个百分点，前五大供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额的比重为 15.17%；前五大客户的集中度为 26.98%，同比下降 8.02 个百分点，前五大客户销售额中关联方销售额占年度销售总额的比重为 6.05%。总体来看，上下游集中度一般。

（2）医药板块

跟踪期内，公司医药业务仍主要由山东医药及华特控股运营，受集采中标率不高，集采范围内药品价格下降综合因素影响，山东医药收入规模同比下降较大并出现经营亏损，华特控股收入规模和净利润同比均有所下降。

公司医药业务主要由全资子公司山东医药和华特控股运营。其中，山东医药主营药品批发、零售、现代医药物流、健康服务等，华特控股主要聚焦儿童健康领域产品的研发与生产。跟踪期内，山东医药以及华特控股的业务模式未发生重大变化。

2024 年，受集采中标率不高，集采范围内药品价格下降等因素影响，山东医药实现营业总收入 10.16 亿元、净利润-0.67 亿元，收入规模下降幅度较大并出现经营亏损；华特控股实现营业总收入 30.22 亿元、净利润 10.33 亿元，同比分别下降 10.83%和 10.41%。

（3）贸易板块

跟踪期内，公司进出口贸易产品仍以纸浆、油脂和淀粉为主，上下游集中度不高。由于国外订货价格持续高位，海运费价格及汇率波动带动进口成本大幅增加，但国内销售价格低迷，公司贸易业务利润总额同比有所下滑。

公司从事进出口贸易多年，具有商务部认可的从事纸浆、油脂、大型机电设备进出口的合法资质。经过多年的产品调整，公司贸易业务以油脂和纸浆为主要贸易品种，主要经营实体为全资子公司轻工供销。轻工供销自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量大型的纸浆经销商之一。

公司贸易采购主要分为进口采购及国内采购，进口采购主要结算方式为进口信用证，纸浆业务多为 90 天远期信用证，淀粉及油脂业务主要以即期信用证结算，信用证开出后外商组织装船交货，公司可根据船期提前组织销售，淀粉及油脂因运输距离较短，一般在装船后 1 个月内可基本销售，纸浆因海运时间较长，一般在装船后 3 个月内可基本销售。国内采购主要以现货为主，大部分为以销定采模式，存货相对周转较快。公司销售业务均为现款或银行承兑汇票（6 个月内）交易，目前仅对 4 户优质纸浆客户在限额有 10-15 天账期。

在油脂业务方面，轻工供销业务以进口工业棕榈油为主，下游客户主要为国内油脂生产厂，主要销售区域为山东、河北、天津。近年来国家对棕榈油的进口有所放宽，但棕榈油进口公司仍必须满足经营量等方面的要求，有一定进入壁垒。纸浆方面，轻工供销主要从美国、加拿大、日本、巴西、智利、俄罗斯、瑞典、芬兰、新西兰等地进口纸浆，下游客户以山东省内主要大、中型造纸企业为主，并辐射周边省份造纸、出版企业。

图表 5 • 2023—2024 年公司贸易业务经营情况

年度	经营量（万吨）			销售收入（万元）			利润总额（万元）
	油脂	纸浆	淀粉	油脂	纸浆	淀粉	
2023 年	2.81	34.98	17.51	17400.00	157342.00	63939.00	1899.48
2024 年	3.09	34.32	23.79	21255.31	168984.63	85539.45	309.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，油脂、淀粉的销售量和销售收入同比均有所增长，纸浆销售量同比略有下降，但销售收入同比有所增长。2024 年，由于国外订货价格持续高位，海运费价格以及汇率波动带动进口成本大幅增加，但国内销售价格低迷，公司贸易业务利润总额同比有所下滑。

从上下游集中度来看，2024 年，轻工供销前五大供应商及前五大客户的集中度分别为 23.98%和 26.80%，集中度不高。

（4）其他业务

公司其他业务收入主要包括远洋渔业收入、利息收入等。其中，公司从事远洋渔业的子公司为山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁远洋”），中鲁远洋拥有编号为 2018-059 的农业农村部远洋渔业企业资格证书，主要从事外海、远洋捕捞；水产品加工、销售业务。2024 年，中鲁远洋实现收入 13.85 亿元，同比有所增长，主要系远洋捕捞和冷藏加工贸易下游市场需求增加所致；公司利息收入主要来自德州银行，2024 年，德州银行实现利息收入 28.58 亿元，较上年基本持平。

2 未来发展

公司发展思路清晰，发展前景良好。

未来，公司将持续推进 IT 等现有业务板块的发展，并在已初步搭建的包括投资、担保等在内的类金融业务板块平台基础上，继续探索投资与资本运营、资产管理等领域，积极参与和服务山东省管国有资本向资源性、支柱及基础性行业、先进制造业、现代服务业、新材料、新能源和高新技术等产业集中，用国有资本引导社会资金进行投资兴业，发挥国有资本的引导力、影响力、带动力和服务、调节作用，提高国有资本的运营效率，实现国有资产保值增值。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，北京国富会计师事务所（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报告；公司提供的 2025 年一季度财务数据未经审计。2024 年公司合并范围内无重大变化；2025 年 1—3 月，公司合并范围内二级子公司新增 1 家，减少 1 家，截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内共计 16 家一级子公司。整体来看，合并范围内无重大变化，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构符合产业布局特征，货币资金较为充裕，资产受限比例低，资产流动性强。

截至 2024 年末，公司资产总额为 2920.65 亿元，较上年末增长 16.57%，主要系应收账款和存货增加所致。公司资产结构相对均衡，其中流动资产占 55.96%。截至 2024 年末，公司货币资金较上年末有所减少，主要系银行存款减少所致；随着 IT 业务规模的增长，公司应收账款和存货规模同比均有所增长，其中应收账款账面余额 359.48 亿元，已累计计提坏账准备 36.64 亿元，账面价

值 322.84 亿元，账龄在 1 年以内的占 76.23%，前五名客户欠款金额占比 17.59%，集中度一般；公司存货较上年末增长 74.75%至 493.57 亿元，主要系浪潮信息增加日常经营性备货所致，公司存货主要为浪潮信息储备的原材料、在产品以及库存商品等，累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备 13.24 亿元；公司一年内到期的非流动资产较上年末有所增长，主要为一年内到期的长期应收款；公司发放贷款及垫款主要为德州银行放出的贷款，放款规模较上年末变动不大；公司其他债权投资较上年末有所增长，主要系投资的商业银行类债券增加所致；公司长期应收款较上年末有所增长，主要系融资租赁款增加所致；公司固定资产较上年末有所增长，主要系机器设备、房屋及建筑物增加所致，累计计提折旧 96.56 亿元，累计计提减值准备 2.39 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额为 3081.32 亿元，较 2024 年末增长 5.50%，资产构成变动不大。

图表 6 • 公司主要资产构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1323.01	52.80%	1634.25	55.96%	1748.15	56.73%
货币资金	373.96	14.93%	343.67	11.77%	327.27	10.62%
应收账款	254.44	10.16%	322.84	11.05%	424.27	13.77%
存货	282.44	11.27%	493.57	16.90%	506.42	16.44%
一年内到期的非流动资产	134.97	5.39%	153.38	5.25%	177.08	5.75%
非流动资产	1182.55	47.20%	1286.40	44.04%	1333.17	43.27%
发放贷款及垫款	457.39	18.26%	466.09	15.96%	497.63	16.15%
其他债权投资	167.14	6.67%	206.92	7.08%	219.39	7.12%
长期应收款	191.88	7.66%	217.43	7.44%	214.17	6.95%
固定资产	113.77	4.54%	146.04	5.00%	143.80	4.67%
资产总额	2505.56	100.00%	2920.65	100.00%	3081.32	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资产受限方面。截至 2024 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 140.73 亿元，占同期末资产总额的 4.82%，资产受限比例很低。

图表 7 • 截至 2024 年末公司受限资产明细

资产名称	受限金额	受限金额占该科目的比例
货币资金	65.27	18.99%
无形资产	2.48	7.22%
固定资产	9.06	6.20%
其他非流动资产	3.11	9.41%
应收账款	11.27	3.49%
其他应收款	0.75	2.93%
在建工程	1.99	26.17%
其他非流动金融资产	0.22	1.58%
长期股权投资	5.45	7.80%
投资性房地产	0.09	0.42%
长期应收款	17.19	7.90%
债权投资（面值）	1.23	6.89%
其他债权投资（面值）	21.61	10.44%
其他流动资产	1.00	1.56%
合计	140.73	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司资本实力增强，截至 2024 年末，公司所有者权益中少数股东权益占 68.98%。

截至 2024 年末，公司所有者权益为 590.98 亿元。其中，实收资本占 7.61%、资本公积占 8.52%、未分配利润占 9.53%、少数股东权益占 68.98%。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较 2024 年末保持稳定。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担偏重。

截至 2024 年末，公司负债总额较上年末大幅增长 19.45%，主要系应付账款和合同负债增加所致。公司负债结构以流动负债为主，流动负债占 85.22%。截至 2024 年末，公司短期借款较上年末小幅增加，主要由信用借款（占 96.66%）构成；公司应付账款较上年末大幅增长，主要系 IT 业务规模的增长，应付材料款规模扩大所致；公司合同负债较上年末显著增长，主要系浪潮信息预收客户合约工程款增加所致；公司吸收存款及同业存放主要系德州银行吸收的存款，整体规模较上年小幅增加；受公司调整债务结构影响，公司长期借款较上年末有所下降，应付债券较上年末有所增长。

图表 8 • 公司主要负债构成情况

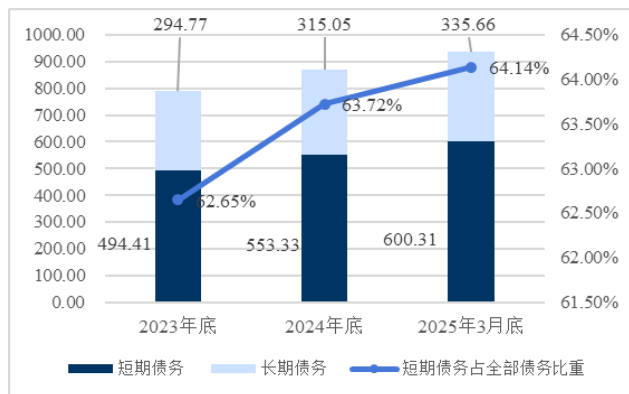
科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1625.78	83.36%	1985.39	85.22%	2121.84	85.14%
短期借款	344.32	17.65%	351.21	15.08%	443.53	17.80%
应付账款	236.20	12.11%	397.32	17.05%	540.49	21.69%
合同负债	82.90	4.25%	166.21	7.13%	89.33	3.58%
吸收存款及同业存放	694.57	35.61%	760.92	32.66%	778.11	31.22%
非流动负债	324.60	16.64%	344.28	14.78%	370.44	14.86%
长期借款	177.04	9.08%	130.01	5.58%	148.20	5.95%
应付债券	112.37	5.76%	179.18	7.69%	184.81	7.42%
负债总额	1950.38	100.00%	2329.67	100.00%	2492.28	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年末，公司全部债务为 868.38 亿元，较上年末增长 10.04%，主要系应付债券增加所致。其中短期债务占 63.72%，占比较上年末增长 1.07 个百分点。公司全部债务中，银行借款占 55.42%、应付债券占 20.63%。从债务指标来看，截至 2024 年末，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 79.77%、59.50%和 34.77%，较上年末分别提高 1.92 个百分点、提高 0.80 个百分点和提高 0.09 个百分点。公司债务负担偏重。

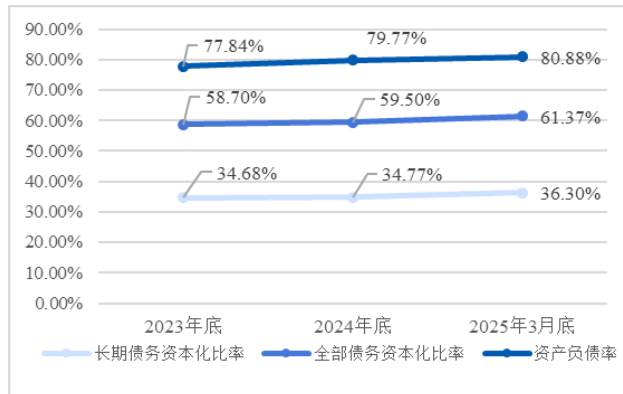
截至 2025 年 3 月末，公司全部债务较 2024 年末增长 7.78%，主要系短期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.88%、61.37%和 36.30%，较上年末分别提高 1.12 个百分点、提高 1.87 个百分点和提高 1.53 个百分点。

图表 9 • 公司全部债务构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司偿债指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司营业总收入和利润总额均同比有所增长，利润主要来自核心产业贡献的经营利润及其他收益，期间费用对利润的侵蚀明显，但公司整体盈利能力极强。

2024 年，公司营业总收入及毛利润同比均有所增长，期间费用率持续下降，其中 2024 年公司期间费用总额为 177.90 亿元，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 24.09%、28.96%、43.16%和 3.79%；投资收益（以处置长期股权投资和交易性金融资产获得的投资收益为主）及其他收益对利润形成一定补充；减值损失主要为坏账损失以及浪潮信息存货跌价损失，对利润造成一定影响。得益于主业盈利的持续增加，2022—2024 年，公司利润总额保持增长，公司盈利能力极强。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 596.30 亿元，同比增长 94.65%，主要系 IT 板块收入增长所致；利润总额 9.84 亿元，同比增长 51.94%，主要系 IT 业务规模增长，毛利润增加所致。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变动情况
营业总收入	1385.47	1771.27	27.85%
毛利润	237.43	254.30	7.10%
期间费用	169.70	177.90	4.83%
投资收益	12.19	6.86	-43.74%
公允价值变动收益	2.05	5.21	154.16%
其他收益	27.14	26.05	-4.04%
减值损失(合计)	-24.09	-23.40	-2.90%
利润总额	55.45	59.88	7.98%
归属于母公司所有者的净利润	8.35	5.28	-36.80%
调整后营业利润率	4.61%	4.02%	下降 0.59 个百分点
期间费用率	12.25%	10.04%	下降 2.21 个百分点
总资本收益率	4.39%	4.40%	提升 0.01 个百分点
净资产收益率	8.41%	8.37%	下降 0.04 个百分点

注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本及金融类业务成本-税金及附加-期间费用+其他收益等）/营业总收入
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模有所收窄，但经营获现仍保持较强水平；公司投资活动现金流持续净流出，经营活动净现金无法完全覆盖投资活动资金需求，同时，考虑到公司 IT 业务规模扩张以及本部股权类投资业务的开展，公司存在一定的对外融资需求。

2024 年，公司经营活动现金流入量及流出量均保持增长，但经营活动现金净流入规模有所收窄，现金收入比仍保持在较高水平。2024 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要为投资支付的现金，投资活动持续净流出；筹资活动前现金由净流入转为净流出，经营活动净现金无法覆盖投资活动所需资金。2024 年，公司筹资活动现金流量净额较上年波动较大，考虑到公司 IT 业务规模扩张以及本部股权类投资业务的开展，公司存在一定的对外融资需求。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为-43.93 亿元，投资活动现金流净额为-34.92 亿元，筹资活动现金流净额为 79.80 亿元。

图表 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1666.79	2284.24	883.48
经营活动现金流出小计	1622.86	2259.22	927.41
经营现金流量净额	43.94	25.02	-43.93
投资活动现金流入小计	449.59	341.20	122.00
投资活动现金流出小计	470.55	396.77	156.92
投资活动现金流量净额	-20.96	-55.57	-34.92
筹资活动前现金流量净额	22.98	-30.54	-78.85
筹资活动现金流入小计	402.26	439.45	145.65
筹资活动现金流出小计	335.18	452.78	65.85
筹资活动现金流量净额	67.09	-13.34	79.80
现金收入比	104.46%	115.37%	133.88%
现金及现金等价物净增加额	90.59	-49.01	-0.26

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，公司整体偿债指标表现有所弱化，但融资渠道畅通，实际偿债能力极强。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	81.38%	82.31%	82.39%
	速动比率	64.00%	57.45%	58.52%
	经营现金流动负债比	2.70%	1.26%	-2.07%
	经营现金流入量/流动负债（倍）	1.03	1.15	0.42
	经营现金/短期债务（倍）	0.09	0.05	-0.07
	现金短期债务比（倍）	0.98	0.82	0.75
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	97.86	99.42	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.06	8.73	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.03	-0.05
	EBITDA 利息倍数（倍）	7.89	6.68	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.54	1.68	-9.13

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2024 年，受经营活动现金净流入量变动影响，公司经营现金/流动负债和经营现金/短期债务指标同比均有所下降，经营现金对流动负债和短期债务的保障程度一般，经营现金流入量对流动负债的保障程度较强。2024 年末，公司流动比率持续增长，速动资产对流动负债的保障能力不足，现金类资产对短期债务覆盖能力较强。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所增长，EBITDA 对利息支出的覆盖能力良好，对全部债务的覆盖能力一般；公司经营现金/全部债务和经营现金/利息支出同比均有所下降，经营现金对债务和利息支出的覆盖程度有所弱化。

截至 2025 年 3 月末，公司对外担保余额为 16.68 亿元，系对关联企业的担保。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月末，公司获得银行授信总额 1269.99 亿元，未使用授信余额 758.87 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司下属多家上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以控股子公司股权及投资类股权为主，资产流动性强；2024 年，本部收益主要来自投资收益，现金类资产对短期债务覆盖能力很强。

本部开展资产管理与股权投资业务，并承担管理职能以及部分融资职能。

截至 2024 年末，公司本部资产总额为 299.21 亿元，资产结构以现金类资产和长期股权投资为主，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 88.08 亿元，长期股权投资较上年末增长 8.19%至 186.51 亿元，主要为对子公司的投资（占 70.92%）。截至 2025 年 3 月末，本部直接持有 20 余家上市公司股权，均未质押，交易性金融资产账面价值合计 57.63 亿元。

图表 14 • 截至 2025 年 3 月末公司本部持股的部分上市公司情况

证券简称	持股数量(万股)	占总股本比例	期末参考市值(亿元)
积成电子	5233.76	10.38%	3.67
中泰证券	12087.18	1.73%	7.76
中通客车	7098.16	11.97%	8.02
新华医疗	2515.36	4.15%	4.04
江苏国泰	3286.40	2.02%	2.50
奥拓电子	2794.55	4.29%	1.62
正海磁材	1516.06	1.81%	2.00
岳阳林纸	3250.00	1.84%	1.49
鲁银投资	2827.80	4.19%	1.74

国药现代	1583.46	1.18%	1.68
鲁北化工	1747.24	3.31%	1.39
银座股份	1801.69	3.46%	0.87
好莱客	469.43	1.51%	0.46
普邦股份	2544.65	1.48%	0.44

资料来源：wind

截至 2024 年末，公司本部所有者权益合计 129.87 亿元，全部债务为 162.94 亿元，较上年末增长 6.59%，债务期限结构偏长期（短期债务占 26.49%）。公司本部全部债务中，发行债券约占 79.31%。资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.60%和 55.65%，债务负担偏重；本部现金类资产对短期债务覆盖能力很强（2.61 倍）。

2024 年，本部实现营业总收入 0.25 亿元，利润总额 7.67 亿元（上年同期为 1.36 亿元），其中投资收益和公允价值变动收益分别为 10.31 亿元和 4.30 亿元；本部取得投资收益收到的现金为 10.72 亿元。

偿债能力方面，短期来看，截至 2024 年末，公司本部现金类资产合计 88.08 亿元，为当期本部短期债务的 2.61 倍；2024 年，公司本部经营活动现金净流入 3.30 亿元，取得投资收益收到的现金 10.72 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 7.61 亿元；长期来看，截至 2024 年末，公司本部现金类资产、债权投资及股权类资产估值合计对本部全部债务的保障能力好。

（五）ESG 方面

公司积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司 IT、医药等业务板块涉及生产制造，可能面临一定的环境风险。截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高，积极履行作为国有企业的社会责任。

治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

八、外部支持

1 支持能力

政府支持能力极强。

根据山东省政府数据，2024 年，山东省生产总值和财政收入均保持增长，税收收入有所下降，一般公共预算收入同比有所增长；同期，一般公共预算支出同比有所增长，财政自给能力较强。同期，受房地产市场调整以及土地市场行情等综合因素影响，山东省政府性基金收入同比有所下降。截至 2024 年末，山东省政府债务余额 32811 亿元。整体看，公司实际控制人综合实力极强。

2 支持可能性

公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，在资产划转和政府补贴等方面获得政府有力支持。

公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能。2018 年以来，在山东省国资委的安排下，公司先后将德州银行、华特控股等企业纳入合并范围，资产和权益规模得到拓展，业务范围增加。2024 年，公司实现其他收益 26.05 亿元，以政府补贴为主。

九、债券偿还能力分析

1 普通债券

截至本报告出具日，公司存续期普通债券 17 支，合计金额人民币 160.00 亿元。

2 永续债

截至本报告出具日，公司存续期永续债 4 支，合计金额 20.00 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的 6.82 倍，调整后长期债务为 EBITDA 的 3.37 倍。

图表 15 • 公司永续债券偿还能力指标

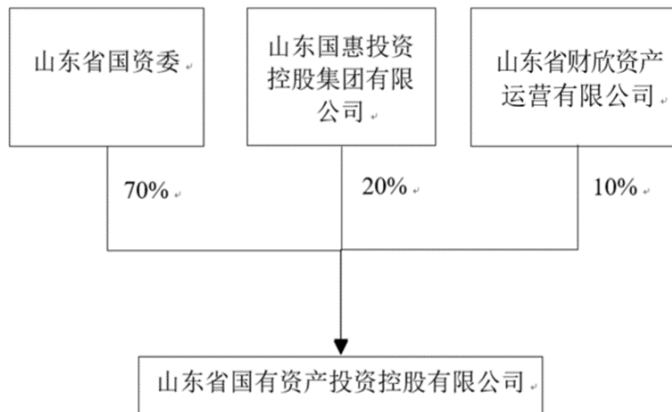
项目	2024 年
长期债务*（亿元）	335.05
经营现金流入/长期债务（倍）	6.82
经营现金/长期债务（倍）	0.07
长期债务/EBITDA（倍）	3.37

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十、跟踪评级结论

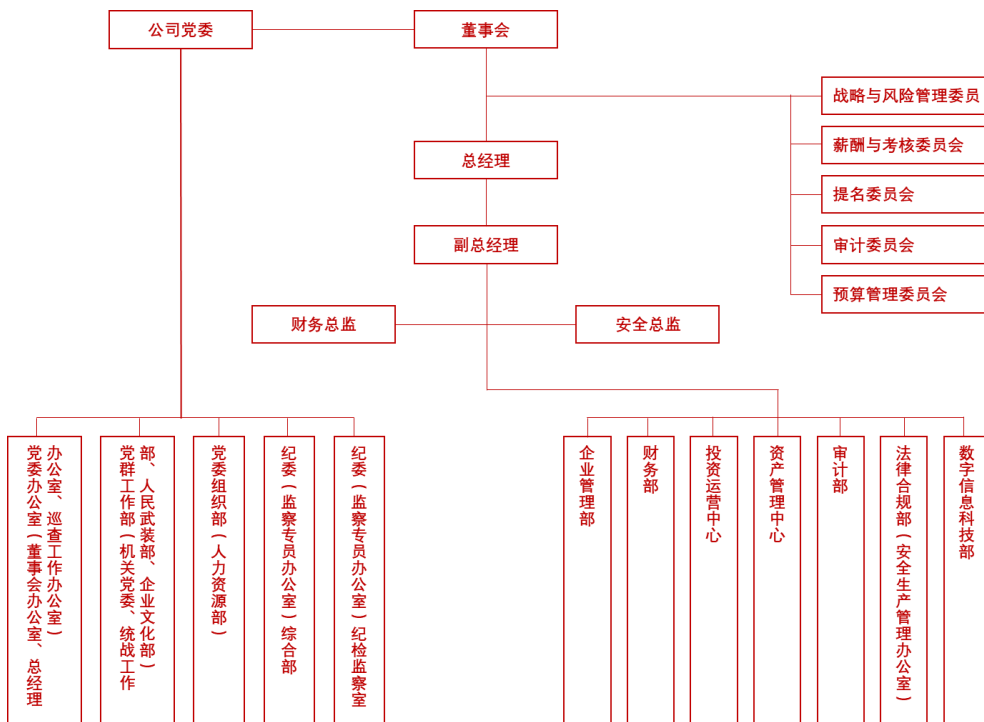
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“鲁资 KY02”信用等级为 AAA_{stt}，维持“23 鲁资 Y2”“23 鲁国资 MTN003B”和“鲁资 KY01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	485.20	452.23	447.38
应收账款（亿元）	254.44	322.84	424.27
其他应收款（亿元）	42.12	25.66	30.79
存货（亿元）	282.44	493.57	506.42
长期股权投资（亿元）	66.45	69.98	72.82
固定资产（亿元）	113.77	146.04	143.80
在建工程（亿元）	11.89	7.61	10.33
资产总额（亿元）	2505.56	2920.65	3081.32
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
少数股东权益（亿元）	378.82	407.68	405.18
所有者权益（亿元）	555.18	590.98	589.04
短期债务（亿元）	494.41	553.33	600.31
长期债务（亿元）	294.77	315.05	335.66
全部债务（亿元）	789.17	868.38	935.97
营业总收入（亿元）	1385.47	1771.27	596.30
营业成本（亿元）	1148.04	1516.98	544.15
其他收益（亿元）	27.14	26.05	3.66
利润总额（亿元）	55.45	59.88	9.84
EBITDA（亿元）	97.86	99.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1447.25	2043.58	798.32
经营活动现金流入小计（亿元）	1666.79	2284.24	883.48
经营活动现金流量净额（亿元）	43.94	25.02	-43.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.96	-55.57	-34.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	67.09	-13.34	79.80
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.37	5.87	--
存货周转次数（次）	4.62	3.91	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.65	--
现金收入比（%）	104.46	115.37	133.88
营业利润率（%）	16.84	14.10	8.57
总资本收益率（%）	4.39	4.40	--
净资产收益率（%）	8.41	8.37	--
长期债务资本化比率（%）	34.68	34.77	36.30
全部债务资本化比率（%）	58.70	59.50	61.37
资产负债率（%）	77.84	79.77	80.88
流动比率（%）	81.38	82.31	82.39
速动比率（%）	64.00	57.45	58.52
经营现金流动负债比（%）	2.70	1.26	--
现金短期债务比（倍）	0.98	0.82	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	7.89	6.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.06	8.73	--

注：注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2023—2024 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算；4. 2023—2024 年其他应付款、长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；5. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	81.71	88.08	88.78
应收账款（亿元）	1.12	1.12	1.12
其他应收款（亿元）	5.65	2.85	2.86
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	172.38	186.51	188.16
固定资产（亿元）	1.52	1.47	1.46
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	279.54	299.21	301.67
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	122.67	129.87	132.35
短期债务（亿元）	40.49	33.72	28.66
长期债务（亿元）	112.37	129.23	133.73
全部债务（亿元）	152.86	162.94	162.39
营业总收入（亿元）	0.26	0.25	0.08
营业成本（亿元）	0.10	0.10	0.03
其他收益（亿元）	0.37	0.30	0.00
利润总额（亿元）	1.36	7.67	2.28
EBITDA（亿元）	6.25	12.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	24.88	64.05	8.58
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.97	3.30	0.57
投资活动现金流量净额（亿元）	5.40	-1.23	-0.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.27	2.29	-2.70
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.23	0.22	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	19.49	25.33	50.43
总资本收益率（%）	2.20	3.96	--
净资产收益率（%）	1.11	5.31	--
长期债务资本化比率（%）	47.81	49.88	50.26
全部债务资本化比率（%）	55.48	55.65	55.10
资产负债率（%）	56.12	56.60	56.13
流动比率（%）	198.86	232.41	264.48
速动比率（%）	198.86	232.41	264.48
经营现金流动负债比（%）	-2.18	8.33	--
现金短期债务比（倍）	2.02	2.61	3.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.33	2.67	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.47	12.99	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “*”表示该指标分母为零；4. 2023—2024 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持