

主体评级报告

汉高股份有限及两合公司

主体信用等级*: AAA_{spc}; 展望: 稳定

评定日期: 2025 年 11 月 19 日
到期日期: 2026 年 11 月 18 日

项目负责人:
曹艺馨, CFA, +86-10-6516-6048; yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员:
王宇飞, CPA, +86-10-6516-6010; fred.wang@spgchinaratings.cn
王子天, +86-10-6516-6060; zitian.wang@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况	2
主要优势与挑战	2
本次评级概况	2
评级展望	3
相关评级方法、模型及研究	3
附件一: 标普全球评级 2025 年 7 月发布的汉高股份有限及两合公司信用评级摘要	5
附件二: 标普全球评级 2023 年 10 月发布的汉高股份有限及两合公司信用评级报告	13
附录	28

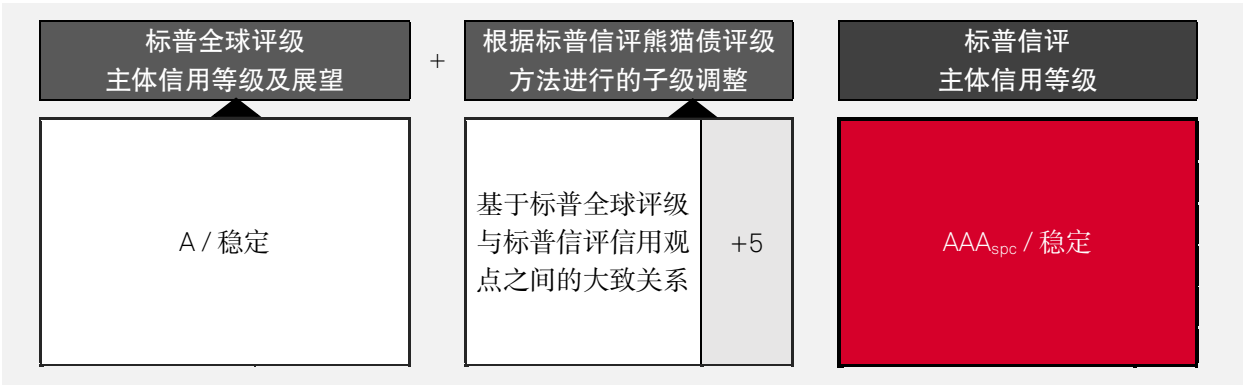
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法, 不专门针对主体可能发行的具体债项, 除非标普信评另行更新。

标普信用评级(中国)有限公司(标普信评)的评级(以“spc”后缀标识)是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等, 或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效, 有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
汉高股份有限及两合公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 11 月 19 日	稳定



主要优势与挑战

以下为标普全球评级 2023 年 10 月汉高股份有限及两合公司评级报告中关于公司主要优劣势的观点：

主要优势	主要挑战
— 公司业务横跨工业与消费品领域，收入来源多元。	— 若公司通过大规模举债开展并购，则其经调整杠杆水平可能被推升至 2 倍。
— 公司为粘合剂技术领域的全球领导者，同时在洗衣及家居护理、美发护理领域处于行业领先地位，具备一定的定价能力。	— 消费者转向自有品牌 ¹ 令公司在欧洲的洗衣及家居护理业务销量承压。
— 乐泰、施华蔻、宝莹品牌认可度高，每年分别贡献超过 10 亿欧元销售额。	— 粘合剂技术业务的部分终端市场存在周期性波动。
— 公司经标普全球评级调整后的债务对 EBITDA 比率长期保持在 1 倍及以下水平。	— 消费品业务重组产生的一次性费用，以及攀升的原料、物流和员工成本令公司短期盈利能力承压。

注：以上优劣势分析节选自标普全球评级的评级报告，应在标普全球评级的方法论体系下对其进行使用和解释。标普全球评级的评级报告全文翻译见附件。

本次评级概况

汉高股份有限及两合公司（即 Henkel AG & Co. KGaA，以下简称“汉高”或“公司”）已获得标普全球评级“A”的主体信用等级和“稳定”的评级展望。标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）根据《标普信用评级（中国）熊猫债券评级方法论》，在标普全球评级所评等级的基础上上调 5 个子级，评定汉高股份有限及两合公司的主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为“稳定”。自 2011 年 5 月以来，标普全球评级对汉高股份有限及两合公司的主体信用评级一直维持在 A/稳定。

¹ 自有品牌通常指由零售商（如超市、连锁店）自主开发并冠以其商品品牌名的商品。这类产品通常凭借其价格优势，在消费者寻求更具性价比的选择时，对汉高、宝洁等公司旗下的品牌构成直接竞争，并挤压其市场份额与销量。

根据《标普信用评级（中国）熊猫债券评级方法论》，在分析外资发行主体的信用状况时，标普信评通常会参考标普全球评级的信用观点，并以此为起点来考虑其在标普信评的评级。通常情况下，当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的 BBB 序列或以上时，标普信评可能会给予 AAA_{spc} 的主体信用等级。当外资发行主体的信用质量逐渐下降时，标普信评的主体信用等级也会相应下调。当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的 B 序列时，标普信评的序列也可能会落在 B_{spc} 序列。

标普全球评级给予汉高股份有限及两合公司“a”的个体信用状况，根据标普全球评级和标普信评信用质量结论之间的大致关系，在标普信评的国内序列中，我们认为汉高股份有限及两合公司的个体信用质量为 aaa_{spc}。

评级展望

汉高股份有限及两合公司评级展望为“稳定”。“稳定”的评级展望主要考虑了标普全球评级给予汉高股份有限及两合公司的主体信用等级在未来两年内将保持相对稳定。

上调情景：不适用。

下调情景：如果标普全球评级下调汉高股份有限及两合公司的主体信用等级至 BB 序列，我们可能会考虑下调公司在标普信评的主体信用等级。由于公司目前的标普全球评级远高于 BB 序列，我们认为在未来两年发生该种下调情景的可能性很小。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）- 熊猫债券评级方法论，2025 年 4 月 23 日。
- 标普信用评级（中国）- 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

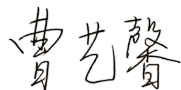


项目负责人

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn



项目组成员

王宇飞

北京

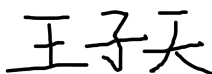
fred.wang@spgchinaratings.cn



王子天

北京

zitian.wang@spgchinaratings.cn



附件一：标普全球评级 2025 年 7 月发布的汉高股份有限及两合公司信用评级摘要

本篇报告的中文版为标普信评对标普全球评级原英文报告的翻译，仅供参考，如与原英文版有不一致之处，概以原英文版本为准。

评级摘要：

汉高股份有限及两合公司

2025 年 7 月 15 日

主分析师：

Nicolas Baudouin，巴黎，33-14-420-6672；nicolas.baudouin@spglobal.com

其他分析师：

Francesca Massarotti，法兰克福，49-69-3399-9130；francesca.massarotti@spglobal.com

研究贡献：

Siddhesh P Chichoundikar，CRISIL 全球分析中心（标普全球评级关联机构），孟买

本报告不构成评级行动。

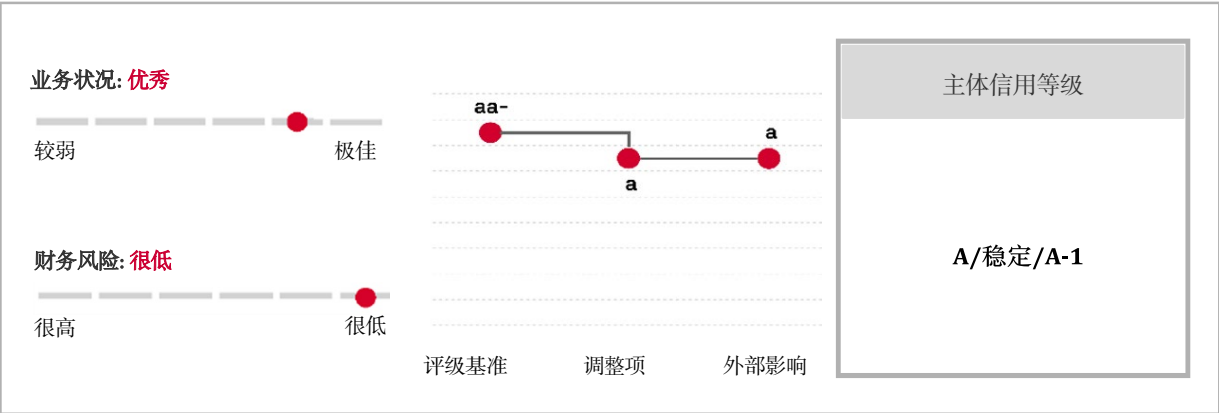
汉高股份有限及两合公司（以下简称“汉高”或“公司”）在 2025 年初开局缓慢，销售增长势头疲软。集团第一季度营收为 52 亿欧元，较去年同期下降 1.4%，主要因地缘政治环境对需求造成制约（北美市场尤为明显）。消费品业务有机销售额下降 3.5%，销量下滑 5.5%，部分原因包括消费者信心低迷、渠道去库存及供应链挑战。同期，粘合剂技术业务凭借有利的价格销量结构与品牌组合优势，实现有机销售额增长 1.1%，其中电子领域业务销售额实现双位数增长。尽管 2025 年开局表现平淡，但我们预计公司全年营收增速将达 2.5%，主要驱动因素包括：持续创新、近期收购效应、核心品牌影响力以及粘合剂产品下游工业需求增长。

我们预计，汉高对盈利性增长的注重将推动其 2025 年经标普全球评级调整的 EBITDA 利润率达到 17.0%-17.5%。基于创新的产品溢价策略、供应链优化举措、粘合剂技术的规模效应、消费品业务结构优化后的收入质量提升、2025 年前实现 5.25 亿欧元成本节约目标，以及重组支出的逐步下降，都将助力汉高在 2025 年实现 EBITDA 利润率的小幅提升（上年值：17%）。

尽管营收有所下滑，集团 2025 年第一季度盈利能力依然稳健，这与 2024 年 EBITDA 利润率从 14.7%显著提升至 17.0%的趋势一脉相承。我们认为，强劲的毛利率水平将使汉高有能力将资源重新配置于广告与促销投入，以激活增长动能。

汉高在“A”评级水平上持续享有显著的财务灵活性。我们预测 2025-2026 年，公司将产生 20-25 亿欧元的自由经营性现金流，使其能够通过自有资金满足既定的净利润 30%-40%分红政策，并完成近期宣布的最高 10 亿欧元股份回购计划（该计划于 2025 年 4 月启动，执行期至 2026 年 3 月）。我们的基准情景已包含年均约 10 亿欧元的补强收购额度，因集团将并购内化为其战略的一部分——2024 年完成的对沙宣、Critica Infrastructure 及 Seal for Life 的收购即为明证。我们预计，公司 2025-2026 年经调整总债务对 EBITDA 比率将维持在 0.5 倍以下，远低于 2 倍的评级下调触发阈值。因此，当前评级已充分考虑汉高通过大规模举债进行收购的可能性，公司在此方面拥有充足的财务缓冲空间。

汉高股份有限及两合公司



近期研究

- [评级摘要：汉高股份有限及两合公司](#)，2024 年 11 月 25 日
- [评级摘要：汉高股份有限及两合公司](#)，2024 年 5 月 14 日

公司概况

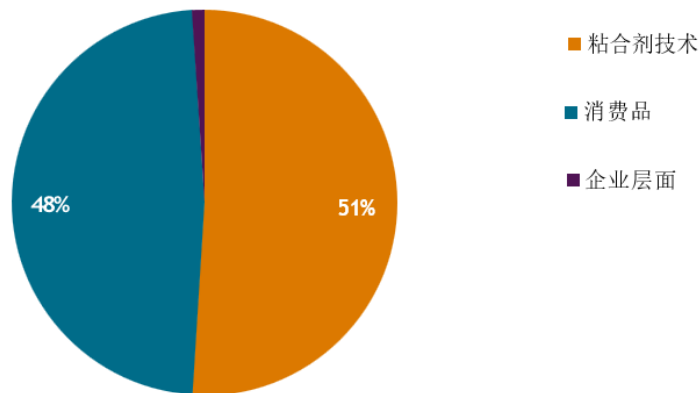
汉高是一家多元化的工业与快消品集团，成立于 1876 年，总部位于德国杜塞尔多夫。在 2024 财年（截至 12 月 31 日），汉高实现约 216 亿欧元营业收入，其经标普全球评级调整的息税折旧摊销前利润达 37 亿欧元。

公司业务分为两大板块：

- 粘合剂技术（占 2024 财年销售额约 51%）：核心产品包括粘合剂、密封剂及特种功能涂料，主要品牌涵盖乐泰、Bonderite 及 Technomelt 等。截至 2024 年末，该部门通过三大细分领域服务多元终端市场：包装与消费品（占部门销售额约 30%）、工匠/建筑与专业领域（约 34%）、交通与电子（约 36%）。
- 消费品业务（约占销售额 48%）：涵盖洗衣及家居护理（截至 2024 年末占部门销售额约 63%）、美发护理（31%）与其他消费业务（6%）。重要品牌包括宝莹、施华蔻与 All。

汉高为上市公司，创始家族通过持有 61.8% 表决权保持控制地位。截至 2025 年 7 月 14 日，公司市值约达 270 亿欧元。

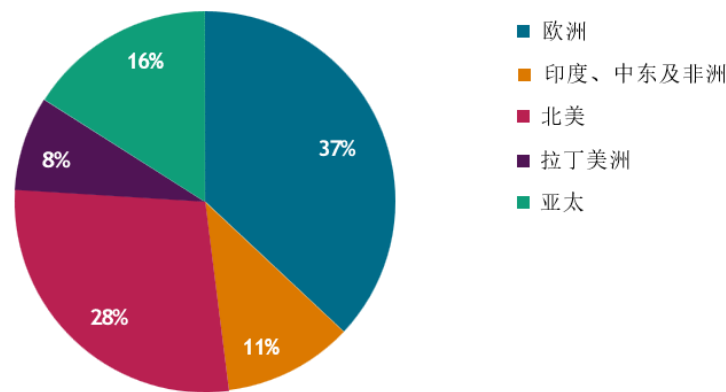
公司营业收入-按业务
2024财年



数据来自公司

版权 © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

公司营业收入-按区域
2024财年



数据来自公司

版权 © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

展望

对汉高的“稳定”展望，反映我们认为该集团在当前评级水平上具备充足空间推进消费品部门重组以及补强收购。我们预计汉高将在 2025 年实现盈利性增长：营收增速 1.5%-2.5%，经标普全球评级调整的 EBITDA 利润率达 17%-17.5%（较 2024 年的 17%小幅提升）。这主要得益于更稳定的原材料成本、更优的产品结构以及重组措施带来的持续成本节约。

我们预计，从 2025 年起公司将产生 20-25 亿欧元的自由经营性现金流，且在不进行大规模收购的情况下，2025-2027 年公司经标普全球评级调整的债务对 EBITDA 比率将持续低于 0.5 倍。这意味着公司完全适合当前评级水平，并持续致力于维持“A”序列评级。

下调情形：

若汉高因进行超大规模债务融资收购，导致其经标普全球评级调整的债务对 EBITDA 比率持续高于 2 倍，我们可能下调其评级。但目前我们认为这种情况发生的可能性较低，这既得益于汉高现有的杠杆缓冲空间，也源于其公开承诺维持“A”序列评级。此外，若集团始终无法恢复消费品业务的盈利能力，或面临来自其他品牌企业及自有品牌制造商的竞争压力，也将对当前评级构成下行风险。

上调情形：

若汉高能推行更趋审慎的财务政策，即便在进行补强收购与股份回购等自主性支出后，经调整总债务对 EBITDA 比率仍能够持续控制在 1.5 倍以下，我们则可能上调其评级。我们认为，汉高确有通过大规模收购扩大其部分业务（尤其是消费品部门）规模的战略意图。若集团展现出全球规模与多元化提升和消费品业务盈利能力提高的扎实业绩记录，也将对评级产生正面影响。

关键指标

汉高—预测摘要*								
(百万欧元)	财年截至 12 月 31 日							
	2021a	2022a	2023a	2024a	2024e	2025f	2026f	2027f
收入	20,066	22,397	21,514	21,586	21,625	22,162	22,712	23,276
毛利	9,751	9,987	10,461	11,549	11,521	11,856	12,264	12,685
EBITDA (报告值)	3,191	2,686	2,929	3,657	3,607	3,812	4,020	4,353
加：经营性租赁调整	--	--	--	--	--	--	--	--
加（减）：其他	22	29	230	23	(2)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	3,213	2,715	3,159	3,680	3,605	3,810	4,018	4,351
减：现金利息支出	(60)	(91)	(101)	(103)	(74)	(76)	(84)	(94)
减：现金税金支出	(651)	(711)	(505)	(574)	(649)	(695)	(741)	(818)
加（减）：其他	--	--	--	--	--	--	--	--
营运现金流 (FFO)	2,502	1,913	2,553	3,003	2,882	3,039	3,193	3,439
EBIT	2,241	1,863	2,312	2,967	2,751	2,932	3,120	3,434
利息支出	34	53	97	123	84	86	95	104
经营产生的现金流 (CFO)	2,201	1,423	3,350	3,068	2,518	2,804	2,981	3,231
资本开支 (capex)	647	593	608	626	692	687	693	698
自由经营性现金流 (FOCF)	1,554	830	2,742	2,442	1,826	2,117	2,288	2,533
股利	809	800	783	789	785	789	793	797
股份回购 (报告值)	--	803	195	--	--	--	--	--
可支配现金流 (DCF)	745	(774)	1,764	1,653	1,041	1,328	1,495	1,736
债务 (报告值)	2,838	2,907	2,269	3,576	2,261	2,273	2,274	2,274
加：租赁负债	604	680	623	713	673	686	700	714
加：养老金及其他退休后债务	--	--	--	--	--	--	--	--

减：盈余现金及流动性投资	(2,217)	(1,092)	(1,972)	(3,226)	(1,568)	(1,779)	(2,148)	(2,756)
加（减）：其他	284	68	--	--	--	--	--	--
经调整总债务	1,509	2,563	920	1,063	1,366	1,180	826	232
权益	19,794	20,156	19,999	21,822	21,110	22,352	23,722	25,316
FOCF（调整租赁资本开支）	1,403	623	2,643	2,223	1,647	1,975	2,147	2,391
利息支出（报告值）	27	46	86	108	73	75	84	93
资本开支（报告值）	647	593	608	626	692	687	693	698
货币资金及流动性投资（报告值）	2,116	1,088	1,951	2,889	1,505	1,716	2,085	2,693
调整后财务指标								
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.5	0.9	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1
FFO/经调整总债务（%）	165.8	74.6	277.5	282.5	210.9	257.6	386.5	1,484.1
FFO 现金利息覆盖倍数（倍）	42.7	22.0	26.3	30.2	40.0	41.2	39.1	37.7
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	94.5	51.2	32.6	29.9	42.9	44.1	42.4	41.6
CFO/经调整总债务（%）	145.8	55.5	364.1	288.6	184.3	237.6	360.7	1,394.4
FOCF/经调整总债务（%）	103.0	32.4	298.0	229.7	133.6	179.4	276.9	1,093.0
DCF/经调整总债务（%）	49.4	(30.2)	191.7	155.5	76.2	112.5	180.9	749.1
调整租赁资本开支 FOCF/经调整总债务（%）	93.0	24.3	287.2	209.1	120.5	167.4	259.8	1,032.1
收入增长率（%）	4.2	11.6	(3.9)	0.3	0.5	2.5	2.5	2.5
毛利率	48.6	44.6	48.6	53.5	53.3	53.5	54.0	54.5
EBITDA 利润率	16.0	12.1	14.7	17.0	16.7	17.2	17.7	18.7
资本回报率（%）	10.8	8.5	10.6	13.5	12.7	12.7	13.0	13.7
资产回报率（%）	7.1	5.6	7.1	8.9	8.5	8.7	9.0	9.5
EBITDA 现金利息覆盖倍数（倍）	53.6	29.8	31.3	35.7	48.8	50.4	47.9	46.4
EBIT 利息覆盖倍数（倍）	65.9	35.2	23.8	24.1	32.7	34.0	32.9	32.9
债务/债务及权益（%）	7.1	11.3	4.4	4.6	6.1	5.0	3.4	0.9
债务偿付保障倍数（倍）	94.5	51.2	32.6	29.9	42.9	44.1	42.4	41.6
债务/(债务+未折旧权益)（%）	7.1	11.3	4.4	4.6	6.1	5.0	3.4	0.9
*所有指标均经标普全球评级调整。a 表示实际值，e 表示估计值，f 表示预测值，--表示数值为零。								

汉高股份有限及两合公司						
汉高-财务摘要						
(百万欧元)	财年截至 12 月 31 日					
	2019a	2020a	2021a	2022a	2023a	2024a
收入	20,114	19,250	20,066	22,397	21,514	21,586
EBITDA	3,648	3,099	3,213	2,715	3,159	3,680
营运现金流 (FFO)	2,976	2,402	2,502	1,913	2,553	3,003
利息支出	98	66	34	53	97	123
现金利息支出	65	79	60	91	101	103
经营性现金流 (OCF)	3,145	2,938	2,201	1,423	3,350	3,068
资本开支 (capex)	677	715	647	593	608	626
自由经营性现金流 (FOCF)	2,468	2,223	1,554	830	2,742	2,442
可支配现金流 (DCF)	1,630	1,412	745	(774)	1,764	1,653
现金及短期投资	1,462	1,727	2,116	1,088	1,951	2,889
盈余现金	1,874	2,135	2,379	1,292	2,172	3,426
经调整总债务	2,978	2,213	1,509	2,563	920	1,063
权益	18,611	17,878	19,794	20,156	19,999	21,822
调整后财务指标						
EBITDA 利润率 (%)	18.1	16.1	16.0	12.1	14.7	17.0
资本回报率 (%)	13.9	9.8	10.8	8.5	10.6	13.5
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	37.2	47.0	94.5	51.2	32.6	29.9
FFO 现金利息覆盖倍数 (倍)	46.8	31.4	42.7	22.0	26.3	30.2
经调整总债务/EBITDA (倍)	0.8	0.7	0.5	0.9	0.3	0.3
FFO/经调整总债务 (%)	99.9	108.5	165.8	74.6	277.5	282.5
OCF/经调整总债务 (%)	105.6	132.7	145.8	55.5	364.1	288.6
FOCF/经调整总债务 (%)	82.9	100.4	103.0	32.4	298.0	229.7
DCF/经调整总债务 (%)	54.7	63.8	49.4	(30.2)	191.7	155.5
环境、社会和公司治理						
治理因素在汉高信用评级分析中构成正面考量，这反映了其健全的治理架构。监事会运作高效，能够有效监督管理层行动，并对行业潜在颠覆性趋势（如环境与社会因素）提供评估与指引。我们注意到汉高在粘合剂和消费品业务中面临塑料包装废弃物及产品安全等环境与社会风险。公司通过持续推动偏向天然成分的产品创新与配方升级来化解这些风险，这些举措既有利于维护其品牌的良好声誉，又能助推盈利性收入增长。虽然我们认为这些举措长期内可能形成竞争优势，但目前环境与社会因素在评级评估中总体视为中性。我们认可公司已制定明确目标：到 2025 年实现 100%包装可回收或可重复使用，并减少塑料废弃物。此外，公司致力于通过运营脱碳成为气候中性企业——以 2017 年为基准，计划到 2030 年将每吨产品的原材料与包装碳排放强度降低 30%。						
WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT				2025 年 7 月 15 日 6		

相关评级方法

- 通用方法论：信用评级中的环境、社会和公司治理原则，2021 年 10 月 10 日
- 通用方法论：集团评级方法，2019 年 7 月 1 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业方法论：指标及调整，2019 年 4 月 1 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业债项评级中次级风险的反映，2018 年 3 月 28 日
- 通用方法论：关联长期与短期评级方法，2017 年 4 月 7 日
- 方法论|工商企业|通用：方法论及假设：全球工商企业发行人流动性描述，2014 年 12 月 16 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业评级方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：国家和地区信用评级方法，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：行业风险方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：工商企业管理与治理信用因素方法论，2012 年 11 月 13 日
- 通用方法论：信用评级原则，2011 年 2 月 16 日

Copyright © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Some of the Content may have been created with the assistance of an artificial intelligence (AI) tool. Published Content created or processed using AI is composed, reviewed, edited, and approved by S&P personnel.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.spglobal.com/ratings (free of charge), and www.ratingsdirect.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors.

Additional information about our ratings fees is available at www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT

2025 年 7 月 15 日 8

附件二：标普全球评级 2023 年 10 月发布的汉高股份有限及两合公司信用评级报告

本篇报告的中文版为标普信评对标普全球评级原英文报告的翻译，仅供参考，如与原英文版有不一致之处，概以原英文版本为准。

S&P Global
Ratings

RatingsDirect®

汉高股份有限及两合公司

主分析师：

Salvio Cascarino，米兰，00390272111303；salvio.cascarino@spglobal.com

其他分析师：

Anna Overton，伦敦，442071763642；anna.overton@spglobal.com

Tuomas E Ekholm，CFA，法兰克福，496933999123；tuomas.ekholm@spglobal.com

目录

主要评级因素

展望

基准情形

公司概况

同业比较

业务状况

财务风险

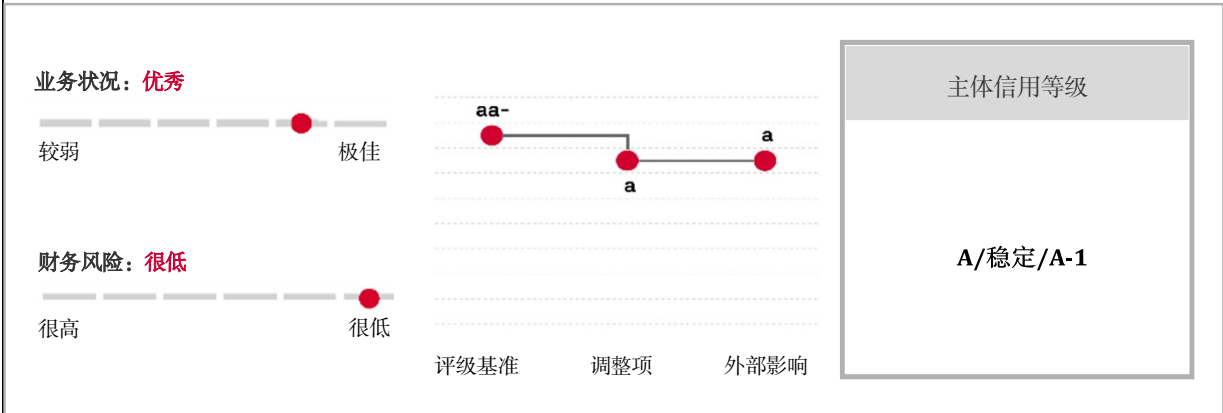
流动性状况

环境、社会和公司治理

债项评级——次级性风险

相关评级方法

汉高股份有限及两合公司



主要评级因素

主要优势	主要挑战
— 公司业务横跨工业与消费品领域，收入来源多元。	— 若公司通过大规模举债进行并购，则其经调整杠杆水平可能被推升至 2 倍。
— 公司为粘合剂技术领域的全球领导者，同时在洗衣及家居护理、美发护理领域处于行业领先地位，具备一定的定价能力。	— 消费者转向自有品牌令公司在欧洲的洗衣及家居护理业务销量承压。
— 乐泰、施华蔻、宝莹品牌认可度高，每年分别贡献超过 10 亿欧元销售额。	— 粘合剂技术业务的部分终端市场存在周期性波动。
— 公司经标普全球评级调整后的债务对 EBITDA 比率长期保持在 1 倍及以下水平。	— 消费品业务重组产生的一次性费用，以及攀升的原料、物流和员工成本令公司短期盈利能力承压。

我们预计汉高股份有限及两合公司（以下简称“汉高”或“公司”）2023 年销售额将下降 2%-3%，主要因为严峻的宏观经济环境下的销量下滑。尽管我们预测 2023 年公司粘合剂业务和消费品业务的销售价格将实现两位数增长，但仍无法抵消销量下滑的影响。粘合剂业务销量下降主要源于工业生产疲软；消费品业务销量下降则因为消费者面临高通胀压力，导致其在洗衣及家居护理等公司核心产品品类中寻求更廉价的替代品。该转变在欧洲这种当地自有品牌渗透率更高的地区尤为明显。

由于管理层预计 2023 年下半年销量将较上半年有所改善，公司将本年度预期销售收入有机增长率从之前的 1%-3% 上调至 2.5%-4.5%。在我们的基准假设中，考虑到汇率风险、2023 年 4 月汉高剥离俄罗斯业务，以及因战略评估可能导致收入约 10 亿欧元的消费品业务终止、剥离或重组所带来的负面影响，我们预计 2023 年公司收入将达到 217 亿 - 220 亿欧元，较 2022 年同比下降 2%-3%。

我们预计，2023 年汉高经标普全球调整后的 EBITDA 利润率将从 2022 年的 12.1% 上升至 13.0%-13.5%。与业内其他企业类似，公司的原材料成本较高，人力成本亦在升高，预测已将该情况考虑在内。我们预计 2024 年公司 EBITDA 利润率仍将提升至 14%-15%。这意味着在不考虑一次性成本的情况下，公司 2023-2024 年 EBIT 利润率将介于 11%到 12%，与公司 16% 的目标存在显著差距。汉高消费品业务的重组正在按计划推进，截至 2023 年 6 月底，集团已剥离或终止销售额约 5 亿欧元的业务。我们预计 2023-2024 年公司将完成其 10 亿欧元（销售额）的重组目标。同期末，公司组织架构调整已削减 1500 个工作岗位（至 2023 年末，公司预计共削减 2000 个工作岗位），被削减的主要为冗余管理岗位。此外，汉高还启动了重组计划的第二阶段，包括整合约 470 家合同制造商和协包商、精简约 140 个仓库和物流站点，以及优化其 45 家工厂的生产布局。

我们预计，至 2026 年，重组每年为公司节约近 5 亿欧元，考虑到公司对消费品业务投入 1 亿欧元用于技术创新和数字化转型后，预计净节约开支 4 亿欧元。由于重组费用总额较大，约 6 亿欧元，且重组初期费用占比较高，对利润造成一定侵蚀，故重组对公司 2022-2023 年利润改善效果并不显著。

我们预计，2023-2024 年汉高经标普全球调整后的债务对 EBITDA 比率将为 0.4-0.7 倍，远低于我们设定的 2 倍的评级下调触发阈值。这使得公司在实施重组计划的同时，有充足的评级缓冲空间应对当前高通胀和短期需求压力。同时，得益于俄罗斯业务剥离带来的约 6 亿欧元处置收益，汉高的财务灵活性提升，可用于寻求收购机会。在资本配置方面，由于公司正在评估非有机增长可能性，我们认为公司对于并购的优先级高于股票回购。不过，非常规的股东回报举措仍有可能出现，例如汉高在 2022 至 2023 年间完成的 10 亿欧元股票回购计划。

我们认为，尽管汉高短期内重点在于消费品业务的重组，但重组完成后该业务板块仍可能出现大规模收购。此外，汉高将保持在主要由家族企业构成的粘合剂技术市场的活跃度。新兴市场因其潜在的高增长率，仍是公司的战略重点。

展望：稳定

稳定的展望反映了我们认为公司具备足够的评级缓冲空间，以应对当前销量压力并推进重组计划。我们预计汉高 2023 年销售额将下降 2%-3%。尽管如此，由于提价措施全面落地及原材料价格趋稳，公司经标普全球评级调整后的 EBITDA 利润率将从 2022 年的 12.1%逐步提升至 2023 年的 13%-13.5%。

我们预计，公司自由经营性现金流将从 2022 年的约 6 亿欧元提升至 2023 年的 13-15 亿欧元。在基准情景下，杠杆率预计从 2022 年的 0.9 倍微降至 2023 年的 0.6-0.7 倍，2024 年进一步降至 0.4-0.5 倍。这将令其在当前评级水平上保持稳定。

下调情形：

若汉高通过大规模举债进行收购，导致其经标普全球评级调整后的财务杠杆率持续高于 2 倍，我们可能下调其评级。不过，鉴于汉高承诺维持"A"类评级，我们认为目前这种情况发生的可能性低。此外，若其消费品业务无法恢复盈利能力，也将对评级构成下调风险。

上调情形：

若汉高能推行更审慎的财务政策，使其财务杠杆率持续稳定在 1.5 倍以下（即便在进行补强收购、股份回购等常规自主性开支后），则我们可能上调其评级。我们认为，汉高有意通过大规模收购扩大其部分业务（尤其是消费品部门）的规模。若集团展现出全球规模与多元化提升和消费品业务盈利能力提高的扎实业绩记录，也将对评级产生正面影响。

基准情形

假设

- 2023 年欧元区实际 GDP 预计将增长 0.6%，美国增长 2.3%，亚太地区实际 GDP 增幅达 4.3%。尽管通胀水平较 2022 年有所回落，但仍将维持高位——欧元区消费者价格指数（CPI）涨幅预计接近 5.6%，美国为 4.1%。亚太地区通胀压力相对可控，2023 年涨幅预计维持在 3.6% 左右。
- 汉高 2023 年销售额将下降 2%-3%，主要由于以下因素：销量下滑、消费品部门终止或剥离非核心及亏损业务，以及自 2023 年 4 月底起剥离年销售额达 10-11 亿欧元的俄罗斯业务。我们的预测已将粘合剂技术与消费品部门两位数的价格涨幅考虑在内。
- 汉高经标普全球评级调整的 EBITDA 利润率将从 2022 年的 12.1% 逐步提升至 2023 年的 13%-13.5%，这主要得益于原材料成本趋稳，但部分被薪资上涨抵消。与此同时，2023 年因洗衣、家居护理与美容护理业务合并产生的重组成本将超过其带来的节约效益。自 2024 年起，节约效益将显著提升，届时公司 EBITDA 利润率有望改善至 14%-15%。
- 2023 年资本开支对营业收入的比重介于 3.0%-3.5%，规模约 6.5 亿至 7 亿欧元，主要用于数字化转型、电子商务能力提升及可持续发展投资。消费品业务合并后，为优化生产与商业流程所进行的额外投资也被考虑在内。
- 截至目前，公司已于 2023 年支付约 7.75 亿欧元的股息。预计 2024 年将延续现有股息政策，继续将净利润的 30%-40% 用于分红。
- 公司未来数年将不再进行新的股份回购。总额 1.86 亿欧元的股份回购已在 2023 年一季度完成，这属于公司 2022 年公布的股份回购计划范畴。
- 鉴于业务重组及成本通胀管理是汉高当前更紧迫的任务，我们预计其 2023 年并购活动将较为有限。
- 预计 2023 年出售俄罗斯业务将带来约 6 亿欧元的处置收益。

关键指标

汉高—关键指标*

(百万欧元)	财年截至 12 月 31 日						
	2019a	2020a	2021a	2022a	2023e	2024f	2025f
收入	20,114	19,250	20,066	22,397	21,700-22,000	22,000-22,300	22,500-22,800
EBITDA	3,648	3,099	3,213	2,715	2,800-3,000	3,100-3,300	3,400-3,600
营运现金流 (FFO)	2,976	2,402	2,502	1,913	2,100-2,200	2,300-2,400	2,500-2,600
利息支出	98	66	34	53	90-100	90-100	90-100
资本开支 (capex)	677	715	647	593	700	700	750
自由经营性现金流 (FOCF)	2,468	2,223	1,554	830	1,300-1,400	1,400-1,500	1,700-1,800
股利	817	811	809	800	780-800	780-800	780-800
股份回购	(21)	--	--	(803)	(188)	--	--
可支配现金流 (DCF)	1,630	1,412	745	(774)	400-500	600-700	900-1,000
经调整总债务	2,978	2,213	1,509	2,563	1700	1,250	550
调整后财务指标							
经调整总债务/EBITDA (倍)	0.8	0.7	0.5	0.9	0.6-0.7	0.4-0.5	0.2-0.3
FFO/经调整总债务 (%)	99.9	108.5	165.8	74.6	120-130	185-195	480-490
FOCF/经调整总债务 (%)	82.9	100.4	103.0	32.4	75-85	115-125	310-320
DCF/经调整总债务 (%)	54.7	63.8	49.4	(30.2)	20-25	55-60	170-175
收入增长率 (%)	1.1	(4.3)	4.2	11.6	(2) - (3)	0-1	2-3
EBITDA 利润率	18.1	16.1	16.0	12.1	13-13.5	14-15	15-16

*所有指标均经标普全球评级调整。a 表示实际值，e 表示估计值，f 表示预测值，--表示数值为零。

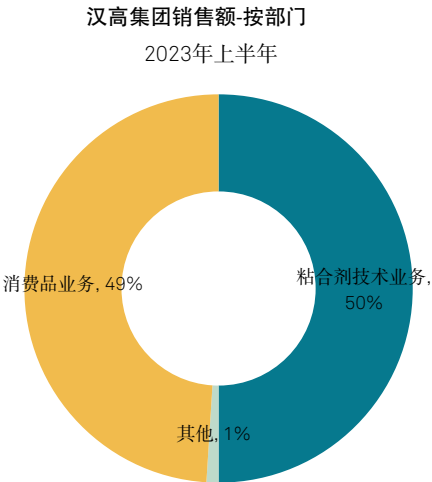
公司概况

汉高是一家多元化的工业与快消品集团，成立于 1876 年，总部位于德国杜塞尔多夫。2022 年，汉高营业收入约 224 亿欧元，其经标普全球评级调整的息税折旧摊销前利润为 27 亿欧元。公司约 58%的收入来自以西欧和北美为代表的成熟市场，约 42%的收入来自新兴市场。

公司业务分为两大板块：

- 粘合剂技术（约占 2023 年 6 月 30 日止销售额的 50%）。主要产品包括粘合剂、密封剂与功能涂料，核心品牌为乐泰、Bonderite 与 Technomelt。该业务覆盖多元终端市场，包括包装与消费品（占该部门销售额 32%）、工匠、建筑与专业领域（33%）、交通与电子（35%）。
- 消费品业务（约占销售额的 49%）。业务涵盖洗涤剂及家居护理（占该部门 2023 年 6 月 30 日止销售额约 65%）、美发（29%）与其他消费业务（6%）。旗下重要品牌包括施华蔻、黛尔与丝蕴等美发护理产品，洗衣品牌宝莹，以及家居护理品牌 Bref。

汉高为上市公司，创始汉高家族通过持有 61.82%的表决权实现对公司的控制。截至 2023 年 9 月，汉高市值约为 276 亿欧元。



注：截至2023年6月30日，数据来自公司
版权©2023by Standard & Poor’s Financial Services LLC.版权所有。

同业比较

由于汉高独特地融合了工业与快消品业务，因此，我们将其与 3M 公司、西卡等工业领域对手，以及欧莱雅集团、利洁时集团等快消品巨头进行双向对标。汉高粘合剂技术业务的规模与西卡相当，年销售额均接近 100 亿欧元，但其终端市场分布更为多元，西卡则主要聚焦于周期性较强的建筑与汽车行业。就业务及 EBITDA 规模而言，欧莱雅、3M 在同类企业中处于较强水平。与同业相比，汉高经标普全球评级调整的 EBITDA 利润率较低，2022 年为 12.1%，主要受其消费品业务及重组拖累。事实上，欧莱雅与利洁时等企业的 EBITDA 利润率非常健康，稳定在 25%左右或更高；西卡过去五年 EBITDA 利润率也持续保持在 17%-19%区间。无论是绝对值还是相对于 EBITDA 的转化率，汉高的自由经营性现金流均在同业中处于较低水平，主要源于其消费品业务重组成本带来的暂时性影响。

由于公司执行审慎的股东回报政策，汉高的财务杠杆率小于 1 倍，低于大多数同业。我们认为重大收购风险的存在可能导致其经标普全球评级调整的债务对 EBITDA 比率逼近 2 倍，但即便如此，该水平仍将低于或接近大多数可比企业，如 3M 公司和利洁时集团。

汉高一同业比较

	汉高	3M 公司	西卡集团	欧莱雅集团	利洁时集团
外币发行人信用评级	A/稳定/A-1	BBB+/观察负面/A-2	A-/负面/A-2	AA/稳定/A-1+	A-/稳定/A-2
本币发行人信用评级	A/稳定/A-1	BBB+/观察负面/A-2	A-/负面/A-2	AA/稳定/A-1+	A-/稳定/A-2
财年截至					
	2022/12/31	2022/12/31	2022/12/31	2022/12/31	2022/12/31
(百万)	欧元	欧元	欧元	欧元	欧元
收入	22,397	32,027	10,617	38,261	16,294
EBITDA	2,715	7,489	1,829	9,515	4,321
营运现金流 (FFO)	1,913	5,825	1,427	7,350	3,110
利息支出	53	450	60	77	263
现金利息支出	91	429	82	67	274
经营性现金流 (OCF)	1,423	5,490	1,064	6,278	2,702
资本开支	593	1,637	269	1,343	499
自由经营性现金流 (FOCF)	830	3,853	794	4,935	2,203
可支配现金流 (DCF)	(774)	(669)	275	1,743	755
现金及短期投资	1,088	3,643	1,898	2,248	993
盈余现金	1,292	3,664	1,898	2,248	993
经调整总债务	2,563	15,242	2,223	3,674	9,023
权益	20,156	13,820	5,026	27,187	10,691
EBITDA 利润率 (%)	12.1	23.4	17.2	24.9	26.5
资本回报率 (%)	8.5	18.5	20.1	26.9	20.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	51.2	16.7	30.4	123.7	16.5
FFO 现金利息覆盖倍数 (倍)	22.0	14.6	18.5	111.5	12.4
经调整总债务/EBITDA (倍)	0.9	2.0	1.2	0.4	2.1
FFO/经调整总债务 (%)	74.6	38.2	64.2	200.1	34.5
OCF/经调整总债务 (%)	55.5	36.0	47.8	170.9	30.0
FOCF/经调整总债务 (%)	32.4	25.3	35.7	134.3	24.4
DCF/经调整总债务 (%)	(30.2)	(4.4)	12.4	47.4	8.4

业务状况：优秀

汉高在全球粘合剂技术市场占据领先地位，市场份额约达 14%。在高度分散的粘合剂与密封剂行业，汉高的规模约为第二大竞争者的 2.5 倍。公司凭借成熟的工业客户关系、依托持续创新投入打造的领先技术组合，以及乐泰、Bonderite、Technomelt 等一系列知名专业品牌构筑竞争优势。粘合剂与密封剂行业的市场规模约 650-700 亿欧元，受粘结、密封、功能涂层等多样化应用需求的影响，行业格局高度分散。汉高对技术创新的持续投入，使其得以在可持续发展、智能出行与万物互联等新兴宏观趋势中捕捉增长机遇，并在竞争加剧的环境中持续保持长期竞争力。

汉高近期优化了粘合剂技术业务的组织架构，组建了新的管理团队，并强化了三大业务板块与客户及市场的联动。这三大板块包括：交通与电子（占 2023 年上半年销售额 35%），汉高在该领域全球市场份额位居第一；工匠、建筑与专业领域（占销售额 33%），汉高在该领域全球市场份额位居第二；包装与消费品（占销售额 32%），汉高在该领域全球市场占有率第一。过去几年，汉高已降低对周期性工业终端市场的依赖（此类市场约占销售额 40%），如汽车、航空航天、建筑等行业，以及电子等受消费者自由支出影响的领域。尽管当前部分终端市场（如消费品与电子）增速放缓或出现负增长，但交通领域在 2023 年上半年却实现了同比两位数增长，这主要得益于快速发展的电动汽车行业对配套方案需求畅旺。我们认为，汉高多元化的产品组合能有效缓解其工业业务的波动性。

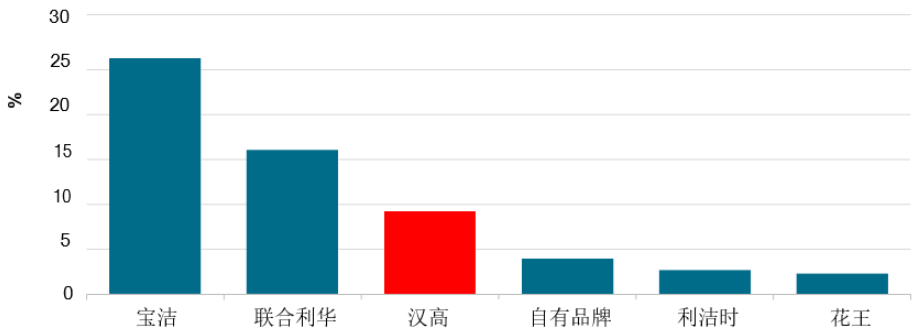
汉高的消费品业务面临来自国际快消品巨头和自有品牌的激烈竞争。我们认可公司在洗涤剂、家居护理及美发护理等弱周期性消费领域的业务布局。然而，由于欧洲市场自有品牌制造商较多及宝洁、联合利华、欧莱雅等国际巨头的激烈竞争，这些业务的利润率相对较低。汉高旗下拥有宝莹、Snuggly 等知名洗衣及家居护理品牌，以及施华蔻等美发护理品牌。这些品牌具有一定的定价能力，在过去两年原料成本激增的背景下对公司利润空间形成支撑。

2023 年上半年，汉高消费品业务相较 2022 年同期提价幅度达 14.1%，但销量下滑 8.4%，较 2023 年第一季度 5.7% 的降幅进一步扩大。我们认为这主要源于两方面因素：一方面，因消费者转向低价产品，零售商为增加低价品类库存而缩减采购量；另一方面，公司为优化产品组合而终止了年销售额达 5 亿欧元的业务，也造成部分销量流失。这也在一定程度上解释了为何汉高的销量降幅高于同业：例如联合利华截至 2023 年 6 月 30 日的六个月内家居护理业务销量仅下降 2.5%；宝洁在截至 2023 年 7 月 28 日的三个月内家居及织物护理业务销量降幅为 2%。

根据 Euromonitor 统计，汉高在 2022 年以 7.6% 的加权平均市占率位列全球洗衣及家居护理市场第三。在洗衣护理细分市场，2022 年，以零售额计，宝洁通过汰渍、碧浪、Downy 等核心品牌占据 26.2% 的市场份额，稳居行业首位；联合利华凭借奥妙、Surf 等品牌以 16% 的市场份额位居第二；汉高则凭借宝莹、All 等品牌占据 9.2% 的市场份额，这一格局在过去两三年间基本保持稳定。同样地，在家居护理领域，以零售额计，2022 年末宝洁以 18.6% 的市场份额领先，联合利华以 10.8% 位列第二，利洁时与汉高则以 6.8% 的份额并列第三。在汉高的核心市场西欧，其洗衣与家居护理业务均位居第二，虽仍落后于市占率最高的宝洁，但双方份额差距已明显小于全球水平。

洗衣护理市场的全球市占率

2022年

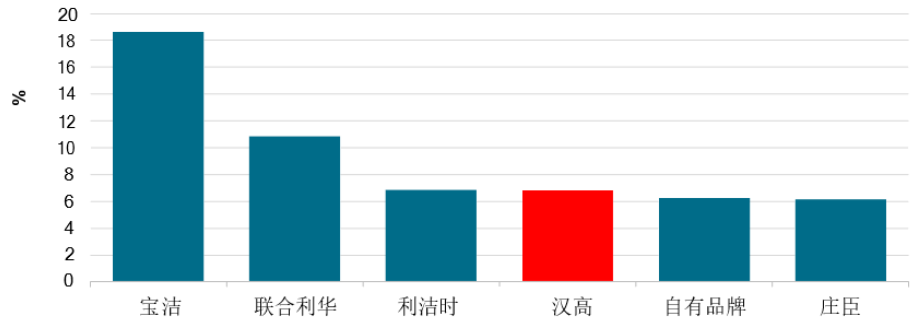


数据来自 Euromonitor, 2023

版权 © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

家居护理市场的全球市占率

2022年



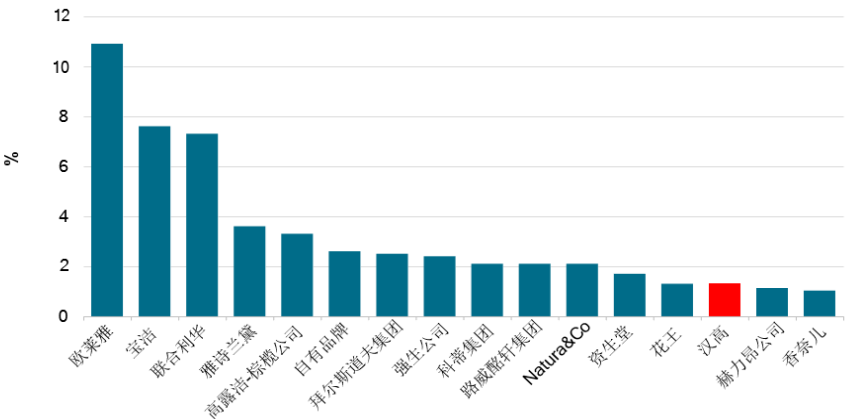
数据来自 Euromonitor, 2023

版权 © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

汉高在美容与个护行业中聚焦于美发这一细分领域。根据 Euromonitor 数据，2022 年美容与个护行业前三强欧莱雅、宝洁、联合利华合计零售份额仅约 26%，市场格局高度分散。汉高在该领域规模与品类多元性不足，市占率从 2020 年的 1.5% 下滑至 2022 年的 1.3%。鉴于公司战略集中于其在德国和中国市场领先的美发品类，我们预计未来一两年其份额将进一步收缩。我们认为，美发业务（约占汉高消费品销售额 29%）并非美容行业中增长最快的板块，化妆品与护肤品类增长更为迅猛，但就汉高而言，鉴于其在护肤、口腔护理等品类规模有限且运营效率不高，选择聚焦美发核心技术并剥离非核心业务，反而有利于提升整体盈利能力。汉高在美发领域的增长前景将主要依靠两大因素驱动：一是采用更多天然成分进行产品配方升级，二是针对不同族裔客群等新兴消费群体推出专属产品方案。

美容及个人护理领域的全球市占率

2022年



数据来自Euromonitor, 2023

版权© 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

新兴市场（占公司 2022 年总销售额的 42%）展现出强劲的增长潜力。我们认为，有机销量增长将主要来源于新兴市场——尤其是亚洲地区，因为新兴市场的工业产出与消费增速高于欧美等汉高的核心市场。目前汉高在非洲/中东、拉丁美洲的市场渗透率仍较低，仅分别占其总销售额约 6% 与 7%，这为未来进一步增长提供了空间。

线上销售额的提升（已接近总销售额的 20%）将使汉高更好地适应消费者购物偏好的转变。我们估算其线上销售占比约 20%，主要来自粘合剂技术业务——该部门凭借面向工业客户的"电商平台"稳健扩张，线上渗透率已达 25%-30%。在消费品业务方面，线上化进程亦稳步推进，我们测算 2022 年其线上销售占比约 13%。线上销售虽前景向好，但随着专注线上细分市场的新兴竞争者崛起，行业竞争可能加剧。汉高的数字化战略旨在实现四大目标：扩大销售规模、拓宽分销渠道、吸引新消费群体，以及提升消费体验与供应链管理效率。

可持续发展是汉高的重点战略之一，公司每年投入的研发支出约占销售额的 2.5%，能够较好地支撑其落实可持续发展战略。公司通过聚焦创新来提升原材料可持续性、减少包装废弃物、降低能耗与碳排放，从而巩固其市场地位。鉴于集团产品必须确保高质量与安全性，我们认为其可持续发展战略精准契合了不断变化的消费趋势——包括消费者对天然原料替代化学合成成分的日益青睐。公司将通过对产品研发和外部增长机遇的投资落实可持续发展战略。

财务风险：很低

汉高很低的财务风险得益于其资本结构中较低的债务水平，这使其在过去几年经标普全球评级调整的债务对 EBITDA 比率持续低于 1 倍。我们预计，2023-2024 年，其杠杆率仍将维持在 0.4 倍-0.7 倍区间。

自 2021 年以来，汉高的自由经营性现金流持续走低，这一趋势在 2022 年因高通胀、重组支出及较高的营运资金需求而进一步加剧，导致其 2022 年本金租赁付款前 FOCF 仅约 6 亿欧元。根据我们预测，2023-2024 年汉高的 FOCF 将改善至每年 13-15 亿欧元，但仍低于公司在 2019-2020 年间 20-25 亿欧元的水平。

汉高的低杠杆资本结构亦得益于其审慎的股东回报政策。这一策略部分源于创始家族的影响。目前，创始家族仍持有汉高的多数普通股及表决权（61.82%）。

汉高公开承诺将净利润的 30%-40% 用于股息分派，这为预测其股利分红提供了依据。我们预计，2023-2025 年间，公司的年度分红规模将维持在 7.5 亿至 8 亿欧元区间。

我们认为，公司将继续评估并购机会，以提升其业务规模与地域多样性，特别是在消费品业务方面。我们当前的评级结果已包含两个子级的调降，以反映对其财务政策的审慎看法，为公司通过大规模举债实现并购预留了充足空间。汉高最近一次重大收购是 2017 年以 32 亿欧元对价收购的 Sun Products 公司。

债务到期情况

截至 2023 年 6 月 30 日，公司债务到期分布如下：

- 2025 年到期：7000 万美元债券（息票率 1.042%）及 2500 万欧元债券（息票率 0.12%）
- 2026 年到期：3.5 亿英镑债券（息票率 1.25%）及 2.5 亿美元债券（息票率 1.75%）
- 2027 年到期：6.5 亿欧元债券（息票率 2.625%）
- 2032 年到期：5 亿欧元债券（息票率 0.50%）

汉高-财务摘要

(百万欧元)	财年截至 12 月 31 日					
	2017a	2018a	2019a	2020a	2021a	2022a
收入	20,029	19,899	20,114	19,250	20,066	22,397
EBITDA	3,797	3,796	3,648	3,099	3,213	2,715
营运现金流 (FFO)	2,992	3,106	2,976	2,402	2,502	1,913
利息支出	92	106	98	66	34	53
现金利息支出	78	104	65	79	60	91
经营性现金流 (OCF)	2,325	2,593	3,145	2,938	2,201	1,423
资本开支 (capex)	700	837	677	715	647	593
自由经营性现金流 (FOCF)	1,625	1,756	2,468	2,223	1,554	830
可支配现金流 (DCF)	889	935	1,630	1,412	745	(774)
现金及短期投资	919	1,063	1,462	1,727	2,116	1,088
盈余现金	919	1,272	1,874	2,135	2,379	1,292
经调整总债务	4,329	3,506	2,978	2,213	1,509	2,563
权益	15,647	17,093	18,611	17,878	19,794	20,156
调整后财务指标						
EBITDA 利润率 (%)	19.0	19.1	18.1	16.1	16.0	12.1
资本回报率 (%)	18.0	16.2	13.9	9.8	10.8	8.5
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	41.3	35.9	37.2	47.0	94.5	51.2
FFO 现金利息覆盖倍数 (倍)	39.4	31.0	46.8	31.4	42.7	22.0
经调整总债务/EBITDA (倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.5	0.9
FFO/经调整总债务 (%)	69.1	88.6	99.9	108.5	165.8	74.6
OCF/经调整总债务 (%)	53.7	74.0	105.6	132.7	145.8	55.5
FOCF/经调整总债务 (%)	37.5	50.1	82.9	100.4	103.0	32.4
DCF/经调整总债务 (%)	20.5	26.7	54.7	63.8	49.4	(30.2)

WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT

2023 年 10 月 13 日 11

财务数据调整（百万欧元，2022 财年）

	债务	权益	收入	EBITDA	营业利润	利息支出	调整后 EBITDA	经营性现金流	股利	资本开支
报告值	2,907	20,082	22,397	2,686	1,810	46	2,715	1,247	800	593
现金税金支出	-	-	-	-	-	-	(711)	-	-	-
现金利息	-	-	-	-	-	-	(91)	-	-	-
应收账款证券化	68	-	-	-	-	-	-	100	-	-
租赁负债	680	-	-	-	-	-	-	-	-	-
退休后福利义务/递延薪酬	-	-	-	(5)	(5)	7	-	-	-	-
盈余现金及流动性投资	(1,092)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股权激励支出	-	-	-	34	-	-	-	-	-	-
非营运性收入(支出)	-	-	-	-	58	-	-	-	-	-
利息及股息现金流重分类	-	-	-	-	-	-	-	(56)	-	-
少数股东权益	-	74	-	-	-	-	-	-	-	-
OCF：其他	-	-	-	-	-	-	-	132	-	-
调整值	(344)	74	-	29	53	7	(802)	176	-	-
调整后	债务	权益	收入	EBITDA	EBIT	利息支出	营运现金流	经营性现金流	股利	资本开支
	2,563	20,156	22,397	2,715	1,863	53	1,913	1,423	800	593

流动性：充裕

我们对汉高的短期信用评级为“A-1”。我们认为汉高流动性状况充裕。未来一年，预计公司的流动性来源对资金需求的覆盖倍数将超过 1.5 倍。公司资本市场融资记录良好，银企关系佳。

公司未来主要的流动性来源包括：

- 2023 年 6 月末，公司现金及流动性金融资产 15.68 亿欧元；
- 公司拥有 15 亿欧元未提取承诺循环信贷额度，将于 2025 年到期；
- 我们预测未来 12 个月内营运现金流入规模将达 20-21 亿欧元，未来 24 个月内约 23 亿欧元。

公司的主要流动性需求包括：

- 截至 2023 年 6 月末，公司未来一年内到期债务约 11 亿欧元；
- 未来一年资本性支出约 7 亿欧元；
- 未来一年营运资金需求 2-3 亿欧元（含季节性波动）；
- 未来一年现金股息支出 7.7-8 亿欧元。

环境、社会和公司治理

治理因素在我们对汉高的信用评级分析中构成适度正面考量，这反映了其健全的治理架构。公司监事会运作高效，能够有效监督管理层行动，并对行业潜在颠覆性趋势（如环境与社会因素）提供评估与指引。我们注意到，汉高在粘合剂和消费品业务中面临塑料包装废弃物及产品安全性等环境与社会风险。公司通过持续推动偏向天然成分的产品创新与配方升级来化解这些风险，这些举措既有利于维护其品牌的良好声誉，又能助推盈利性收入增长。虽然我们认为这些举措长期内可能形成竞争优势，但目前环境与社会因素在评级评估中总体视为中性。我们认可公司已制定明确目标：到 2025 年实现 100%包装可回收或可重复使用，并减少废塑料产生。此外，公司致力于通过降低运营碳排放和原材料脱碳成为气候中性企业——以 2017 年为基准，计划到 2030 年将每吨产品的原材料与包装碳排放强度降低 30%。

债项评级——次级性风险

资本结构

目前集团所有长期债务工具均由顶层控股公司——汉高股份有限及两合公司发行。

分析结论

我们评定汉高的长期高级无抵押债务级别为'A'级，与其主体信用质量保持一致。这是因为其结构性次级风险有限——有担保债务及运营子公司层面债务总额远低于我们 50%的阈值。

相关评级方法

- 通用方法论：信用评级中的环境、社会和公司治理原则，2021 年 10 月 10 日
- 通用方法论：集团评级方法，2019 年 7 月 1 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业方法论：指标及调整，2019 年 4 月 1 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业债项评级中次级风险的反映，2018 年 3 月 28 日
- 通用方法论：关联长期与短期评级方法，2017 年 4 月 7 日
- 方法论|工商企业|通用：方法论及假设：全球工商企业发行人流动性描述，2014 年 12 月 16 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业评级方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：国家和地区信用评级方法，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：行业风险方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：工商企业管理与治理信用因素方法论，2012 年 11 月 13 日
- 通用方法论：信用评级原则，2011 年 2 月 16 日

评级详情（2023年10月13日）*

汉高股份有限及两合公司

主体信用评级	A/稳定/A-1
商业票据	
本币	A-1
高级无抵押债务	A
短期债务	A-1

主体信用评级历史

2011 年 5 月 18 日	A/稳定/A-1
2009 年 5 月 14 日	A-/稳定/A-2
2009 年 3 月 10 日	A/负面/A-1

* 除非另有说明，否则本报告中所有等级均为全球等级序列中的等级。标普全球评级全球等级序列中的信用等级可进行跨国比较。标普全球评级国别等级序列上的等级与相关国度债务人或债务有关。债项和债务等级可能包含由另一实体担保的债务，以及由实体担保的受评债务。

Copyright © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Some of the Content may have been created with the assistance of an artificial intelligence (AI) tool. Published Content created or processed using AI is composed, reviewed, edited, and approved by S&P personnel.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.spglobal.com/ratings (free of charge), and www.ratingsdirect.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors.

Additional information about our ratings fees is available at www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

附录

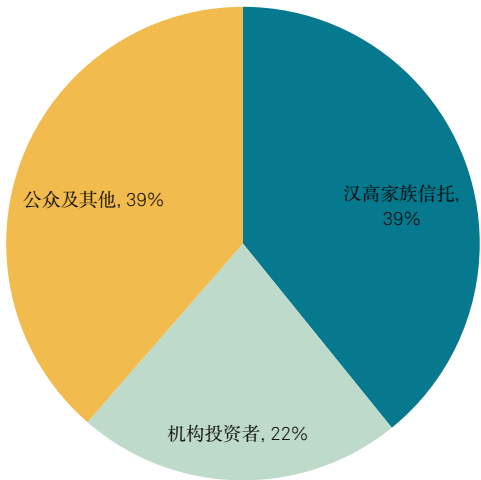
附录 1：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万欧元）			
	2022	2023	2024
营业收入	22,397	21,514	21,586
营业成本	13,030	11,853	10,765
销售费用	5,985	5,764	6,132
管理费用	1,102	1,102	1,176
研发费用	570	587	634
利息费用	73	106	113
归母净利润/亏损	1,259	1,318	2,007
现金及现金等价物	1,088	1,951	2,889
应收账款	3,535	3,470	3,530
存货	3,180	2,445	2,568
固定资产	3,911	3,736	3,802
商誉	13,609	13,602	14,992
其他无形资产	3,499	3,381	3,789
总资产	33,170	31,727	35,267
短期债务	1,061	409	1,527
长期债务	1,846	1,860	2,049
归属于母公司的股东权益	20,083	19,922	21,732
经营活动产生的现金流量净额	1,247	3,255	3,120
投资活动产生的现金流量净额	-200	-684	-2,330
筹资活动产生的现金流量净额	-1,905	-1,754	171
调整后财务数据及指标			
	2022	2023	2024
EBITDA	2,715	3,159	3,680
营运现金流（FFO）	1,913	2,553	3,003
资本开支	593	608	626
自由经营性现金流	830	2,742	2,442
经调整总债务	2,563	920	1,063
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.9	0.3	0.3
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	51.2	32.6	29.9
FFO 现金利息覆盖倍数（倍）	22.0	26.3	30.2
EBITDA 利润率（%）	12.1	14.7	17.0

注：上表中财务数据基于公司披露的年报。调整后财务数据及指标为经标普全球评级调整后数据。

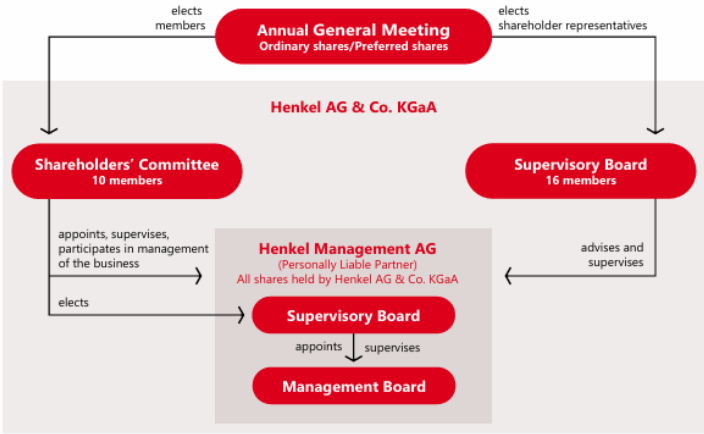
资料来源：公司年报，S&P Capital IQ，标普信评。

附录 2：评级对象股权结构图（截至 2025 年 10 月 29 日）



资料来源：S&P Capital IQ
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录 3：评级对象组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司年报。

附录 4：信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB _{spc}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。