标普信评

S&P Global
China Ratings

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：2026 年 11 月 3 日

到期日期：2027 年 11 月 2 日

项目负责人：

曹艺馨，+86-10-6516-6048；yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王宇飞，+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

本次评级概况 2

评级展望 3

附件：标普全球评级 2026 年 5 月 11 日发布的汉高股份有限及两合公司信用评级报告 5

附录 17

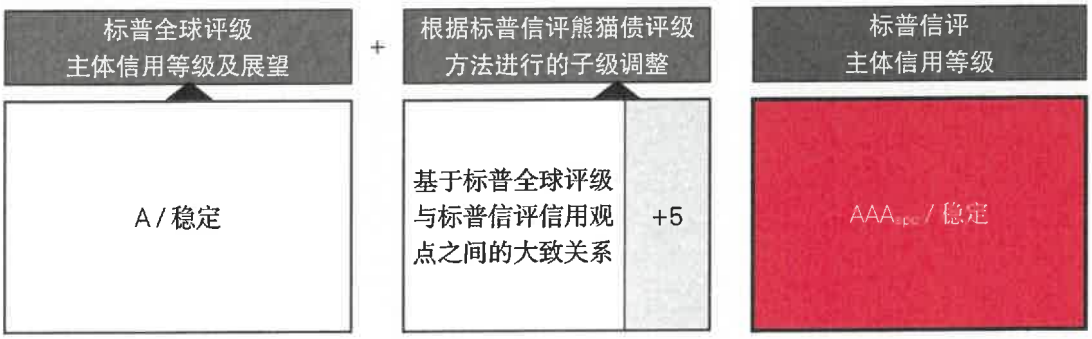
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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或我们进一步更新并出具前（两者孰早）。

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}	2026 年 11 月 3 日	稳定



主要优势与挑战

以下观点基于对标普全球评级发布的汉高股份有限及两合公司信用评级报告的总结：

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。	— 未来进一步的举债并购可能导致公司经调整杠杆水平上升至 2 倍，令其财务风险有所增加。
— 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。	— 消费者信心疲软，这对消费品业务的增长前景构成制约。
— 受数字化和可持续发展等大趋势驱动，粘合剂领域增长潜力良好。	— 粘合剂领域的部分终端市场具有周期性。
— 公司部分品牌市场竞争力较强，乐泰（Loctite）、施华蔻（Schwarzkopf）、Technomelt 和宝莹（Persil）四个品牌的年销售额均超过 10 亿欧元。	
— 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，财务风险很低。	

注：以上优势与挑战分析基于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。

根据我们的熊猫债券评级方法论，在分析外资发行主体的信用状况时，我们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 A 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位于标普全球评级的 BBB 序列时，标普信评

可能会给予 AAA_{spc} ~ AA_{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，标普信评的序列可能会落在 BB_{spc}+ - B_{spc}-。

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极高，等同于“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以及我们所进行的子级调整。

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 BBB 序列及以下，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 BBB 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。

标普信评对汉高股份有限及两合公司的最近一次评级历史

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAA_{spc}	稳定	2025/11/19	2026/11/2

以上评级采用方法论为《标普信用评级（中国）- 熊猫债券评级方法论》，未采用任何量化模型。

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，2026 年 9 月 28 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，并非是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：标普全球评级 2026 年 5 月 11 日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：

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

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

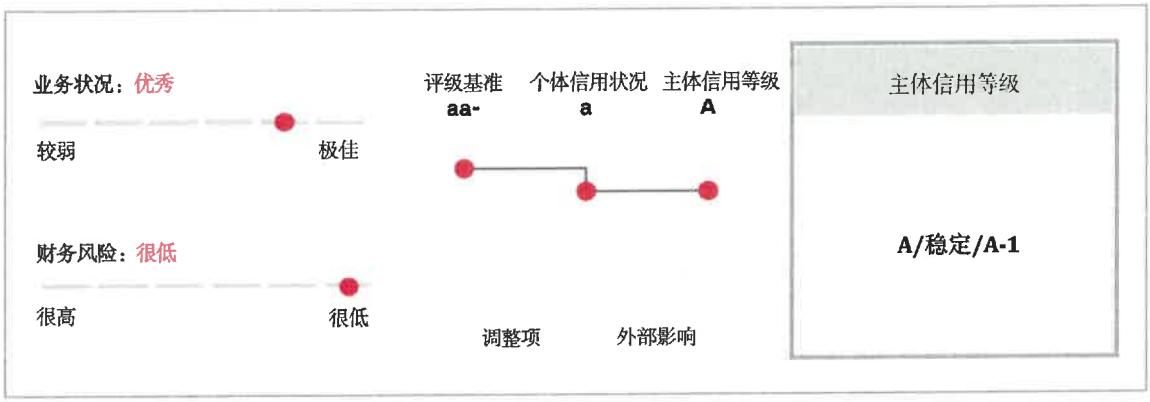
流动性状况

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。	— 未来进一步的举债并购可能导致公司经调整杠杆水平上升至 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。	— 消费者信心疲软，这对消费品业务的增长前景构成制约。
— 受数字化和可持续发展等大趋势驱动，粘合剂领域增长潜力良好。	— 粘合剂领域的部分终端市场具有周期性。
— 乐泰（Loctite）、施华蔻（Schwarzkopf）、Technomelt 和宝莹（Persil）四个品牌的年销售额均超过 10 亿欧元。	
— 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。	

我们预计，2026 年汉高经调整债务对 EBITDA 比率约为 1.4 倍，远低于 2 倍的下调触发线，尽管公司在 2026 年上半年开展了约 50 亿欧元的收购活动。这证明了汉高拥有坚实的外部增长火力，得益于公司过去几年奉行极为保守的财务政策，将杠杆率控制在 0.5 倍以下。在资本配置方面，我们认为，随着公司评估非有机增长的可能性，并购（M&A）将优先于股票回购。然而，也不排除出现某些特殊的股东分配，例如汉高在 2025-2026 年间完成了 10 亿欧元的股票回购。我们预计公司 2026 年的有机增长率为 2%，外加近期收购亦将带来显著贡献。我们预计，公司的盈利能力仅有温和上升，考虑到中东地区的不稳定局势再度引发通胀和供应链风险。但我们注意到，公司的粘合剂业务受到三至六个月的价格传导协议保护。

汉高 2025 年有机销售增长率为 0.9%，但报告口径同比下降 5.1%，主要受不利的外汇汇率影响。在消费情绪仍然疲弱的低迷环境下，这一表现已属具有韧性。在此背景下，粘合剂业务的业绩优于消费品部门。经调整 EBITDA 利润率稳定在 17%，自由经营性现金流（FOCF）因营运资本增加而有所下降，但仍保持强劲，接近 20 亿欧元，足以覆盖去年无重大收购情况下的股息和股票回购——该两项累计向股东支付约 17 亿欧元。经调整杠杆率为 0.3 倍，与上年持平，处于非常审慎的水平。集团粘合剂业务持续实现良好的盈利增长。这一增长得益于集团的领先技术和全球布局，以及五大趋势——城市化、出行、互联互通、数字化和可持续发展。高端粘合剂、密封剂和涂料在这五大趋

势中发挥了关键作用。粘合剂板块的盈利能力和有机增长均高于消费品板块。汉高享有全球领先地位，并经常通过补强型收购加以巩固，自 2026 年初以来，公司已宣布了三笔此类交易。对 ATP Adhesive Systems 的收购有望通过水性胶带技术和柔性涂层，进一步丰富集团本已广泛的产品组合。

汉高整体业务模式具有韧性，但消费情绪仍然疲弱，尤其是洗衣及家居护理领域。消费品牌面临激烈竞争，同时消费者自 2022 年以来持续承受高通胀压力，促使其在洗衣及家居护理等核心产品类别中寻求更便宜的替代品。这一转变在欧洲尤为明显，该地区自有品牌 1渗透率高于其他区域。尽管通胀压力现已有所缓解，但购买力仍然低迷，汉高洗衣及家居护理品牌去年的有机增长率下降了 0.9%。身体护理同样录得负有机增长。但标普全球评级注意到，美发产品表现强劲，2025 年有机增长 3.2%，得益于在日益增长的染发和造型终端市场中的成功创新。汉高正通过近期的两次收购来强化在这一领域的地位——收购 Not Your Mother's，以及更近期的以约 15 亿美元收购 Olaplex——预计这两项收购将为集团在高端美发市场的产品供给和创新带来贡献。

展望：稳定

稳定展望反映了我们认为集团拥有足够的评级空间来推进补强型收购。我们预计，受益于更优的产品组合以及重组活动带来的成本节约，汉高将在 2026 年实现盈利性增长，有机增长率为 1.5%–2.5%，经标普全球评级调整后的 EBITDA 利润率介于 17.0%–18.0%之间（较 2025 年的 17.0%略有提升）。

我们预计，2026 年和 2027 年汉高将保持健康的自由经营性现金流，水平为 20 亿至 25 亿欧元每年，并预期因收购活动频繁，公司经标普全球评级调整后的债务对 EBITDA 比率将在 2026 年升至约 1.5 倍。这意味着公司在当前评级水平上定位良好，且仍致力于维持“A”序列评级。

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债务对 EBITDA 比率上升并长期高于 2 倍，我们可能下调其评级。鉴于汉高的杠杆空间及其对维持“A”序列评级的明确承诺，我们认为目前出现此种情况的可能性不大。此外，若集团无法恢复消费品业务的盈利能力，或面临来自其他品牌商或自有品牌制造商竞争压力，亦将对评级构成下行风险。

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（即使在进行补强收购、股份回购等自主性开支后），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

- 2026 年欧元区实际 GDP 增长率为 1.0%，美国为 2.2%，亚太地区实际 GDP 增速将维持在 4.5%左右。通胀方面，预计仍将处于高位：欧元区消费者价格指数（CPI）受持续的工资压力和能源价格波动影响，将升至约 2.4%；美国因消费者需求韧性和劳动力市场紧俏支撑，CPI 约为 3.2%；亚太地区则在食品和能源成本上涨以及强劲增长的推动下，CPI 约为 2.3%。
- 汉高 2026 年报告口径销售额预计将实现 1%-3%的有机增长，整体增长率 6.5%–7.5%。这一增长主要得益于粘合剂技术业务的持续有机扩张——受有利的价格与销量动态、移动和电子领域的强劲需求以及持续的

[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。

产品创新推动——这些因素足以抵消不利的外汇影响。此外，战略性收购和强大的品牌资产也将支撑进一步增长。

- 汉高经标普全球评级调整后的 EBITDA 利润率预计将于 2026 年提升至约 18.0%，得益于创新驱动的价值创造、优化的供应链运营、粘合剂技术的规模优势，加之消费品业务收入结构的优化、严格的成本管理和重组费用的逐步缩减。
- 2026 年资本支出（capex）预计为 6.5 亿至 7.5 亿欧元，用于持续投资扩产项目、产能提升和创新计划，同时通过供应链优化和生产效率提升来精简运营，以支撑长期增长。
- 2025 年公司已支付股息 8.69 亿欧元。股息政策预计将维持集团指引，即 2026 年派息率为净利润的 30%–40%。
- 2026 年股票回购规模约为 1.4 亿至 1.5 亿欧元，已于第一季度完成，假设不再有进一步的股票回购。
- 2026 年，由于多个机会并存，公司并购活动将加速，年初至今已签署 5 笔交易。

关键指标

汉高—预测概览

（百万欧元）	财年截至 12 月 31 日							
	2022a	2023a	2024a	2025a	2026e	2027f	2028f	2029f
收入	22,397	21,514	21,586	20,495	21,898	23,408	23,940	24,485
EBITDA	2,715	3,159	3,680	3,480	3,893	4,217	4,363	4,538
营运现金流（FFO）	1,913	2,553	3,003	2,720	3,076	3,285	3,397	3,534
EBIT	1,863	2,312	2,967	2,912	3,054	3,318	3,447	3,604
利息支出	53	97	123	115	149	217	220	219
经营活动现金流（CFO）	1,423	3,350	3,068	2,517	2,847	3,055	3,191	3,333
资本开支（capex）	593	608	626	693	777	819	838	857
自由经营性现金流（FOCF）	830	2,742	2,442	1,824	2,070	2,236	2,353	2,476
股利	800	783	789	869	865	887	914	951
股份回购	803	195	--	856	144	--	--	--
可支配现金流（DCF）	(774)	1,764	1,653	99	1,061	1,348	1,439	1,525
债务（报告口径）	2,907	2,269	3,576	3,042	6,647	6,992	6,985	6,985
加：租赁负债债务	680	623	713	666	622	581	543	507
加：养老金及其他退休后福利债务	--	--	--	184	184	184	184	184
减：可动用的现金及流动性投资	(1,092)	(1,972)	(3,226)	(2,902)	(2,194)	(2,776)	(3,096)	(3,507)
加/（减）：其他	68	--	--	--	--	--	--	--
经调整总债务	2,563	920	1,063	990	5,260	4,981	4,616	4,169
权益	20,156	19,999	21,822	20,580	21,677	23,043	24,478	25,996
FOCF（调整租赁资本开支后）	623	2,643	2,223	1,685	2,004	2,166	2,279	2,398
利息支出（报告口径）	46	86	108	98	132	200	203	202
资本开支（报告口径）	593	608	626	693	777	819	838	857
现金及短期投资（报告口径）	1,088	1,951	2,889	2,708	2,000	2,582	2,902	3,313

调整后财务指标								
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.9	0.3	0.3	0.3	1.4	1.2	1.1	0.9
FFO/经调整总债务（%）	74.6	277.5	282.5	274.6	58.5	65.9	73.6	84.8
FFO 现金利息覆盖倍数（倍）	22.0	26.3	30.2	26.0	24.5	17.5	17.8	18.6
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	51.2	32.6	29.9	30.3	26.2	19.4	19.8	20.8
FOCF/经调整总债务（%）	32.4	298.0	229.7	184.2	39.4	44.9	51.0	59.4
DCF/经调整总债务（%）	(30.2)	191.7	155.5	10.0	20.2	27.1	31.2	36.6
收入增长率（%）	11.6	(3.9)	0.3	(5.1)	6.8	6.9	2.3	2.3
EBITDA 利润率（%）	12.1	14.7	17.0	17.0	17.8	18.0	18.2	18.5
EBITDA/现金利息（倍）	29.8	31.3	35.7	31.9	29.7	21.2	21.6	22.6

除非另行注明为报告口径，所有数据均经标普全球评级调整。a——实际值；e——估计值；f——预测值；EUR——欧元。

公司概况

汉高是一家多元化的工业和快速消费品（FMCG）集团，成立于 1876 年，总部位于德国杜塞尔多夫。2025 财年（截至 2025 年 12 月 31 日），汉高实现收入约 205 亿欧元，经标普全球评级调整的 EBITDA 约为 35 亿欧元。

该集团经营两个业务板块：

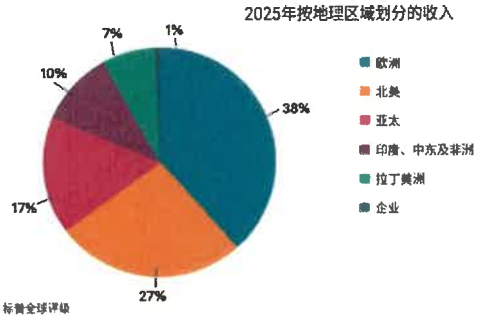
- 粘合剂技术（截至 2025 年 12 月约占净销售额的 52%）：其主要产品为粘合剂、密封剂和涂料，核心品牌包括乐泰（Loctite）、Bonderite 和 Technomelt 等。截至 2025 年底，汉高通过多个事业部覆盖不同的终端市场，其中包装与消费品事业部约占该板块销售额的 30%，工匠、建筑与专业事业部约占 34%，出行与电子事业部约占 36%。
- 消费品牌（约占销售额的 48%）：该板块包括洗衣及家居护理（约占该板块销售额的 60%）、美发（34%）及其他消费业务（6%）。其核心品牌为宝莹（Persil）、施华蔻（Schwarzkopf）和 All。

汉高为上市公司，创始人家族通过 61.8%的投票权维持控制权。截至 2026 年 4 月 1 日，汉高市值约为 270 亿欧元。

汉高按地区划分的销售额分布呈现出良好的平衡性：欧洲（占 2025 年销售额的 38%）、北美（26%）、亚太（17%）和新兴市场（18%）。

汉高拥有稳固的地理覆盖

2025年按地理区域划分的收入



来源：标普全球评级

© 2026 Standard & Poor's Financial Services LLC

同业比较

在同业中，汉高（Henkel AG & Co. KGaA）呈现出工业与快速消费品业务的独特组合。因此，我们将汉高与 3M 公司（3M Co.）、西卡集团（Sika AG）以及欧莱雅（L'Oréal S.A.）、利洁时（Reckitt Benckiser Group PLC）等同行进行比较。汉高的粘合剂技术部门是全球市场领导者，年销售额约为 100 亿至 110 亿欧元，服务于高度多元化的终端市场，包括汽车、包装、电子和通用工业制造等领域。虽然其规模与西卡大致相当，但汉高通过其明显更广泛的终端市场布局实现了差异化。相比之下，西卡仍更侧重于建筑相关应用，尽管在工业领域的业务也在逐步增加。这种更高的多元化程度使汉高能够在周期性终端市场和相对稳健的终端市场之间实现更均衡的需求分布，从而支撑更高的盈利稳定性和在整个经济周期中更具韧性的经营表现。

在各自所处行业中，欧莱雅和 3M 等同业拥有更大的全球规模和更高的 EBITDA 基数。从经标普全球评级调整后的 EBITDA 利润率来看，汉高 2025 年盈利能力低于同业，为 17.0%，主要因其消费品业务在结构上利润率较低且竞争激烈，而欧莱雅则拥有更强的定价能力和高端品牌定位；同时，相较于 3M 更偏技术驱动的工业产品组合，汉高的经营杠杆也相对较低。事实上，欧莱雅和利洁时等公司的盈利能力非常健康，利润率接近或高于 25%。西卡过去五年经标普全球评级调整后的 EBITDA 利润率平均约为 18.5%。此外，汉高经标普全球评级调整后的自由经营性现金流（FOCF）也低于大多数同业。

汉高的债务杠杆率小于 1.0 倍，低于大多数同业，这得益于集团审慎保守的股东回报政策。我们注意到集团的收购导向，并持续看到显著的收购风险，这可能推动公司经标普全球评级调整后的债务/EBITDA 比率在 2026 年升至约 1.5 倍；不过，即便达到该水平，这仍然低于 3M 和利洁时等大多数同业。

汉高—同业比较

	汉高	3M 公司	西卡集团	利洁时集团
外币发行人信用评级	A/稳定/A-1	BBB+/稳定/A-2	A-/负面/A-2	A-/稳定/A-2
本币发行人信用评级	A/稳定/A-1	BBB+/稳定/A-2	A-/负面/A-2	A-/稳定/A-2
期间	年度	年度	年度	年度
财年截止	2025/12/31	2025/12/31	2025/12/31	2025/12/31
百万	欧元	欧元	欧元	欧元
收入	20,495	21,248	12,032	16,283
EBITDA	3,480	5,970	2,227	4,394
营运现金流（FFO）	2,720	4,875	1,648	2,971
利息支出	115	822	170	445
现金利息支出	109	414	142	394
经营性现金流（OCF）	2,517	4,799	1,711	2,733
资本开支	693	775	403	705
自由经营性现金流（FOCF）	1,824	4,024	1,308	2,028
可支配现金流（DCF）	99	(75)	677	(598)
现金及短期投资	2,708	5,053	867	2,029
可用现金总额	3,102	5,063	867	2,029
经调整总债务	990	13,872	5,324	7,918
权益	20,580	4,043	7,161	8,919
EBITDA 利润率（%）	17.0	28.1	18.5	27.0

资本回报率（%）	13.1	26.4	12.9	20.4
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	30.3	7.3	13.1	9.9
FFO 现金利息覆盖倍数（倍）	26.0	12.8	12.6	8.5
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.3	2.3	2.4	1.8
FFO/经调整总债务（%）	274.6	35.1	30.9	37.5
OCF/经调整总债务（%）	254.1	34.6	32.1	34.5
FOCF/经调整总债务（%）	184.2	29.0	24.6	25.6
DCF/经调整总债务（%）	10.0	(0.5)	12.7	(7.5)

业务状况：优秀

汉高在粘合剂技术市场享有全球领先地位，市场份额估计约为 14%。在高度分散的粘合剂和密封剂行业中，汉高是全球领导者（规模约为第二大竞争对手的 2.5 倍）。公司受益于与工业客户建立的长期合作关系、依托创新投入所构建的领先技术组合，以及乐泰（Loctite）、Bonderite 和 Technomelt 等知名专业品牌。该市场规模约为 650 亿至 700 亿欧元，由于应用领域广泛，涵盖粘接、密封和功能性涂覆等，行业高度分散。汉高对创新的重视使其能够把握可持续性、出行和互联互通等新兴大趋势所带来的机遇，并在竞争日趋激烈的环境中长期保持竞争优势。

过去几年，汉高已降低了在汽车、航空航天和建筑等周期性工业终端市场（约占销售额的 40%），以及电子等受消费者可自由支配支出影响的市场的风险敞口。此外，粘合剂行业正受益于强劲的大趋势：城市化、出行、互联互通、数字化和可持续发展。一个很好的例子是对比鲜明的汽车行业——电动汽车为汉高解决方案带来的销售潜力是内燃机汽车的两倍以上。我们认为，汉高多元化的产品组合有力地缓解了其工业业务的波动性。伊朗近期的战争带来了新的挑战，但汉高拥有价格传导合同，因此风险更多与产能和供应链短缺相关。

消费品业务部门面临来自大型国际消费品企业和自有品牌的激烈竞争。洗衣、家居护理及美发等抗周期性较强的消费品业务提供了良好的多元化分散效应。然而，该板块利润率较低，原因在于这些业务面临激烈的竞争，竞争对手不仅包括欧洲地区大量存在的自有品牌制造商，还包括宝洁（P&G）、联合利华（Unilever）和欧莱雅等全球巨头。汉高旗下拥有一些知名品牌，如洗衣及家居护理领域的宝莹（Persil）和美发领域的施华蔻（Schwarzkopf）。这些品牌具有一定的定价能力，特别是在创新支撑下。尽管汉高在全球规模上属于重要参与者，但并未拥有类似宝洁和欧莱雅那样的领先地位，因此并非价格制定者。我们注意到市场趋势呈现分化态势——洗衣及家居护理面临挑战性经营环境，但染发和造型市场推动美发业务保持良好增长态势，部分抵消了前者的不利影响。近期以约 15 亿欧元收购 Olaplex 的交易，通过引入一个具有高认知度的美国高端品牌，很好地补充了汉高的产品组合。美发业务隶属于全球美容市场（该市场亦涵盖护肤品和化妆品）。过去增长前景强劲的护肤品和化妆品板块增速有所放缓，而美发业务正积聚增长动能，这利好汉高。公司美发业务的增长前景将主要依托于产品配方的创新（添加更多天然成分），以及面向新客户群体（如不同族裔群体）提供产品。

财务风险：很低

汉高的财务风险评估受到其资本结构中较低的债务水平支撑，过去几年，公司经标普全球评级调整后的债务对 EBITDA 比率低于 0.5 倍。由于 2026 年第一季度公司宣布了五笔收购（我们估计交易总额接近 50 亿欧元），我们预计，公司的杠杆率将在 2026 年升至约 1.5 倍。

汉高的低杠杆资本结构亦得益于保守的股东回报政策，部分归因于创始人家族的影响，该家族目前仍持有汉高的多数普通股及投票权（61.82%）。

汉高实行公开的股息支付政策，派息率为净利润的 30%-40%，这使得股东分配具有一定的可预测性，2026-2027 年每年派息金额预计在 8.5 亿至 9 亿欧元之间。

该集团刚刚完成了一项 10 亿欧元的股票回购计划，但在近期进行多笔收购的背景下，我们预计汉高短期内不会再推进新一轮股票回购。

我们认为，汉高将继续评估并购机会，以扩大其业务规模及地域多样性，主要集中于消费品业务板块。我们当前的评级已包含了两个子级的下调，以反映我们对公司财务政策的看法，这为公司完成大规模债务融资收购预留了充分的灵活性。

集团的财务状况还受到稳健的自由现金流的支撑，年度自由现金流超过 20 亿欧元，在支付不到 10 亿欧元的股息后，仍可留存超过 10 亿欧元用于外部增长或债务削减。

汉高-财务摘要

财年截止	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31
财年	2020a	2021a	2022a	2023a	2024a	2025a
币种百万	欧元	欧元	欧元	欧元	欧元	欧元
收入	19,250	20,066	22,397	21,514	21,586	20,495
EBITDA	3,099	3,213	2,715	3,159	3,680	3,480
营运现金流（FFO）	2,402	2,502	1,913	2,553	3,003	2,720
利息支出	66	34	53	97	123	115
现金利息支出	79	60	91	101	103	109
经营性现金流（OCF）	2,938	2,201	1,423	3,350	3,068	2,517
资本开支（capex）	715	647	593	608	626	693
自由经营性现金流（FOCF）	2,223	1,554	830	2,742	2,442	1,824
可支配现金流（DCF）	1,412	745	(774)	1,764	1,653	99
现金及短期投资	1,727	2,116	1,088	1,951	2,889	2,708
盈余现金	2,135	2,379	1,292	2,172	3,426	3,102
经调整总债务	2,213	1,509	2,563	920	1,063	990
普通股权益	17,878	19,794	20,156	19,999	21,822	20,580
调整后财务指标						
EBITDA 利润率（%）	16.1	16.0	12.1	14.7	17.0	17.0
资本回报率（%）	9.8	10.8	8.5	10.6	13.5	13.1
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	47.0	94.5	51.2	32.6	29.9	30.3
FFO 现金利息覆盖倍数（倍）	31.4	42.7	22.0	26.3	30.2	26.0
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.7	0.5	0.9	0.3	0.3	0.3
FFO/经调整总债务（%）	108.5	165.8	74.6	277.5	282.5	274.6
OCF/经调整总债务（%）	132.7	145.8	55.5	364.1	288.6	254.1
FOCF/经调整总债务（%）	100.4	103.0	32.4	298.0	229.7	184.2
DCF/经调整总债务（%）	63.8	49.4	(30.2)	191.7	155.5	10.0

财务数据调整（百万欧元，2025 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	3,042	20,494	20,495	3,493	2,816	98	3,480	2,535	869	693
现金税金支出	-	-	-	-	-	-	(651)	-	-	-
现金利息	-	-	-	-	-	-	(109)	-	-	-
租赁负债	666	-	-	-	-	-	-	-	-	-
退休后福利义务/递延薪酬	184	-	-	32	32	17	-	-	-	-
可动用的现金及流动性投资	(2,902)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股权激励支出	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-
非经营性收入(支出)	-	-	-	-	110	-	-	-	-	-
利息及股息现金流重分类	-	-	-	-	-	-	-	(18)	-	-
少数股东权益	-	86	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA-固定资产处置收益（损失）	-	-	-	(46)	(46)	-	-	-	-	-
调整值	(2,052)	86	-	(13)	96	17	(760)	(18)	-	-
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**
	990	20,580	20,495	3,480	2,912	115	2,720	2,517	869	693

流动性：充裕

短期评级为“A-1”。我们认为，汉高的流动性充裕，在截至 2025 年 12 月 31 日的 12 个月内，其流动性来源对流动性用途的覆盖倍数预计将超过 1.5 倍。这得益于集团审慎的风险管理政策以及债务期限较长的资本结构，公司拥有充裕的流动性来源以应对即将到期的债券赎回。汉高在资本市场融资方面保持着良好的过往记录，包括近期发行熊猫债券，以及获得庞大的银行授信额度。

主要流动性来源	主要流动性用途
• 截至 2025 年 12 月 31 日，现金及流动性金融资产为 31 亿欧元。	• 截至 2026 年 12 月 31 日的 12 个月内到期债务约为 16 亿欧元。
• 未提取的承诺性循环信贷额度 20 亿欧元，将于 2030 年到期，并附带一次为期一年的延期选择权。	• 同一期间，资本开支（capex）预计为 6.5 亿至 7.5 亿欧元。
• 我们预计，未来 12 个月营运现金流（FFO）流入为 27 亿至 29 亿欧元，未来 24 个月约为 30 亿欧元。	• 未来 12 个月营运资本增加约 1 亿至 1.5 亿欧元。
	• 同一期间，现金股利支出为 8.6 亿至 8.7 亿欧元。

- 2026 年第一季度已完成约 1.4 亿至 1.5 亿欧元的股票回购。

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正面考量，反映了其健全的治理结构。董事会的有效性为此提供了支撑，包括对管理层行动的监督，以及对行业潜在颠覆性趋势（如环境与社会因素）的评估和指导。我们注意到汉高在粘合剂和消费品业务中面临环境和社会风险，例如塑料包装废弃物和产品安全。公司通过持续的创新来缓释这些风险，倾向于使用天然成分和产品配方改良，这既有助于维护其品牌的良好声誉，同时推动盈利性收入增长。虽然我们认为这些举措长期来看可能为公司带来相对于竞争对手的优势，但环境和社会因素目前在我们的评级评估中整体为中性考量。我们注意到公司已大幅减少塑料废弃物，并已实现 100%使用可回收或可重复利用设计的包装。此外，公司旨在通过运营脱碳成为气候中和企业，并设定了到 2030 年将范围 3 温室气体绝对排放量较 2021 年减少 30%的目标。

债项评级——次级性风险

资本结构

除熊猫债券外，集团内所有长期债务工具目前均由顶层控股公司汉高股份有限及两合公司（Henkel AG & Co. KGaA）发行。

分析结论

我们评定汉高的长期高级无抵押债务的评级为“A”，与汉高的主体评级一致。这是由于结构性从属风险有限——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。

评级要素得分

外币发行人信用评级	**A/稳定/A-1**
本币发行人信用评级	**A/稳定/A-1**
业务状况	**优秀**
国别风险	一般
行业风险	低
竞争地位	优秀
财务风险	**很低**
现金流/杠杆水平	很低
评级基准	aa-
调整项	
多元化/组合效应	中性（无影响）
资本结构	中性（无影响）
财务政策	负面（下调 2 个子级）
流动性	充裕（无影响）
管理与治理	正面（无影响）
可比评级分析	中性（无影响）

个体信用状况	a

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
- 通用方法论：国别风险评估方法论及假设，2013 年 11 月 19 日
- 已归档|方法论|工商企业|通用：工商企业方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：行业风险方法论，2013 年 11 月 19 日
- 已归档|方法论|工商企业|通用：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

相关研究

- 行业信用展望 2026：消费品，2026 年 1 月 14 日
- 简报：汉高股份有限及两合公司，2025 年 11 月 20 日

评级详情（2026年5月11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 © 2026 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

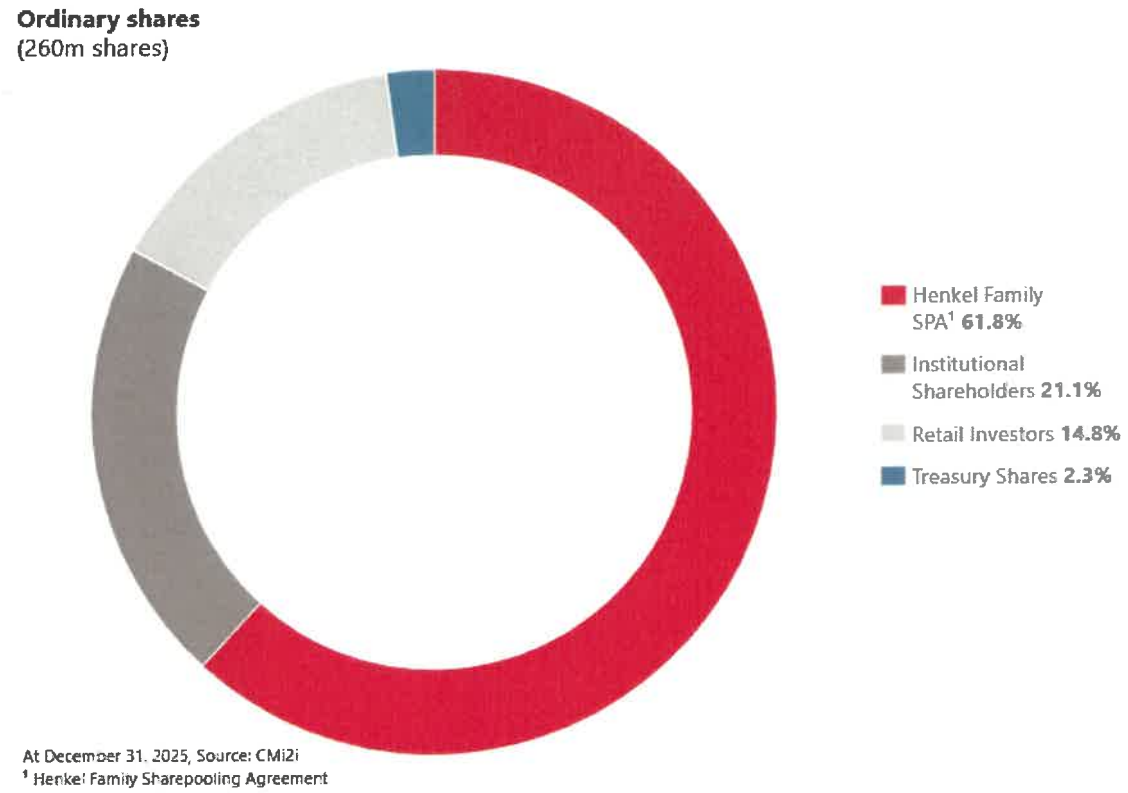
附录 1：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万欧元）			
	2023	2024	2025
营业收入	21,514	21,586	20,495
营业成本	11,853	10,765	10,074
管理和销售费用	6,866	7,308	6,980
其他经营性收入	127	111	152
其他经营性成本	324	159	145
利息费用	106	113	99
归母净利润	1,318	2,007	2,035
现金及现金等价物	1,951	2,889	2,708
存货	2,445	2,571	2,376
商誉	13,602	15,036	13,849
固定资产	3,736	3,794	3,777
总资产	31,727	35,248	32,533
短期债务	409	1,527	1,660
长期债务	1,860	2,049	1,382
所有者权益	19,922	21,732	20,494
经营活动产生的现金流量净额	3,255	3,120	2,535
投资活动产生的现金流量净额	-684	-2,330	-310
筹资活动产生的现金流量净额	-1,754	171	-2,291
调整后财务数据及指标			
	2023	2024	2025
EBITDA	3,159	3,680	3,480
营运现金流（FFO）	2,553	3,003	2,720
资本开支	608	626	693
自由经营性现金流	2,742	2,442	1,824
经调整总债务	920	1,063	990
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.3	0.3	0.3
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	32.6	29.9	30.3
FFO 现金利息覆盖倍数（倍）	26.3	30.2	26.0
EBITDA 利润率（%）	14.7	17.0	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。

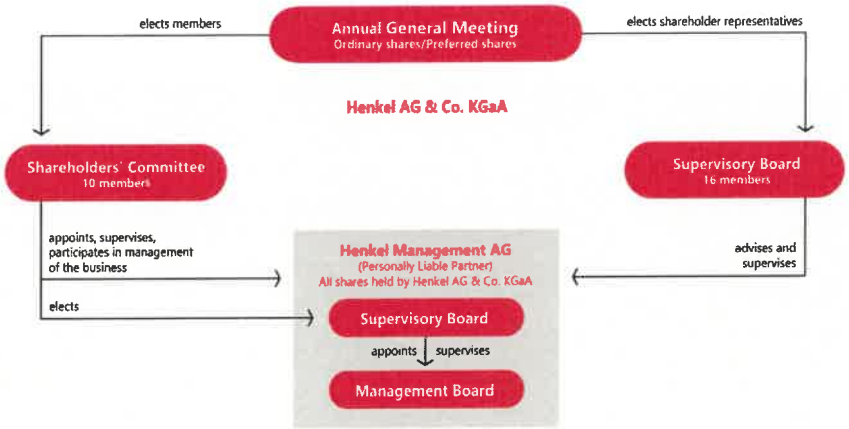
资料来源：公司年报，Capital IQ，标普信评。

附录 2：评级对象股权结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公司官网。

附录 3：评级对象组织结构图（截至 2025 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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”后缀标识，如 $AA_{spc}+$。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

©版权所有 2026 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，除非其注册为该类机构。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）的联属企业。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。