



# 水羊集团股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0927 号

---

## 声 明

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

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 21 日

|  |   |                    |
|--|---|--------------------|
| <b>本次跟踪发行人及评级结果</b>  | 水羊集团股份有限公司  | A <sup>+</sup> /稳定 |
| <b>本次跟踪债项及评级结果</b>   | “水羊转债”  | A <sup>+</sup>     |
| <b>跟踪评级原因</b>  | 根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。  |                    |
| <b>评级观点</b>  | 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于水羊集团股份有限公司（以下简称“水羊股份”或“公司”）化妆品品类丰富、拥有多个具有一定知名度的品牌，部分高端品牌收入占比上升推动公司盈利能力有所回升、且公司为 A 股上市公司、直接融资渠道较为畅通等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司目前个别品牌收入占比高，代理模式对收入贡献较高但对资金形成一定占用，自有国货品牌升级不及预期、产能利用率偏低等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。 |                    |
| <b>评级展望</b>  | 中诚信国际认为，水羊集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。   |                    |
| <b>调级因素</b>  | <b>可能触发评级上调因素：</b> 公司资本实力显著增强，核心业务多元化发展，综合抗风险能力持续提升，资源控制力不断加强，市场地位大幅攀升，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升。<br><b>可能触发评级下调因素：</b> 品牌经营不善，公司市场地位大幅下降；上下游资源发生重大不利变化，产品产销受阻，盈利能力显著弱化；债务规模持续攀升，偿债能力明显下降，流动性压力明显加大。                                 |                    |
| <b>正面</b>  |   |                    |
| <ul style="list-style-type: none"><li>■ 公司化妆品品类丰富，拥有多个具有一定知名度的品牌</li><li>■ 部分高端品牌收入占比提升推动公司盈利能力有所回升，且公司为A股上市公司，直接融资渠道较为畅通</li></ul>                                  |   |                    |
| <b>关注</b>  |   |                    |
| <ul style="list-style-type: none"><li>■ 公司目前个别品牌收入占比高，需关注其未来盈利稳定性以及收购品牌的商誉变化情况</li><li>■ 代理模式对收入贡献较高但对资金形成一定占用，后续周转情况值得关注</li><li>■ 公司自有国货品牌升级不及预期，产能利用率偏低</li></ul> |   |                    |

项目负责人：肖瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：杜志英 zhydu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

| 水羊股份（合并口径）        | 2021  | 2022  | 2023  | 2024.3/2024.1~3 |
|-------------------|-------|-------|-------|-----------------|
| 资产总计（亿元）          | 27.45 | 36.56 | 41.15 | 38.75           |
| 所有者权益合计（亿元）       | 15.94 | 17.39 | 20.75 | 21.17           |
| 负债合计（亿元）          | 11.52 | 19.17 | 20.40 | 17.58           |
| 总债务（亿元）           | 7.48  | 12.77 | 14.79 | 13.28           |
| 营业总收入（亿元）         | 50.10 | 47.22 | 44.93 | 10.32           |
| 净利润（亿元）           | 2.35  | 1.23  | 2.99  | 0.43            |
| EBIT（亿元）          | 2.93  | 1.77  | 4.00  | --              |
| EBITDA（亿元）        | 3.23  | 2.27  | 4.79  | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 1.99  | 0.18  | 2.62  | -0.15           |
| 营业毛利率（%）          | 52.07 | 53.12 | 58.44 | 61.34           |
| 总资产收益率（%）         | 10.67 | 5.52  | 10.30 | --              |
| EBIT 利润率（%）       | 5.85  | 3.74  | 8.91  | --              |
| 资产负债率（%）          | 41.95 | 52.43 | 49.58 | 45.36           |
| 总资本化比率（%）         | 31.93 | 42.35 | 41.61 | 38.54           |
| 总债务/EBITDA（X）     | 2.31  | 5.62  | 3.08  | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 19.88 | 5.51  | 7.75  | --              |
| FFO/总债务（X）        | 0.49  | 0.13  | 0.29  | --              |

注：1、中诚信国际根据经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 本次跟踪情况

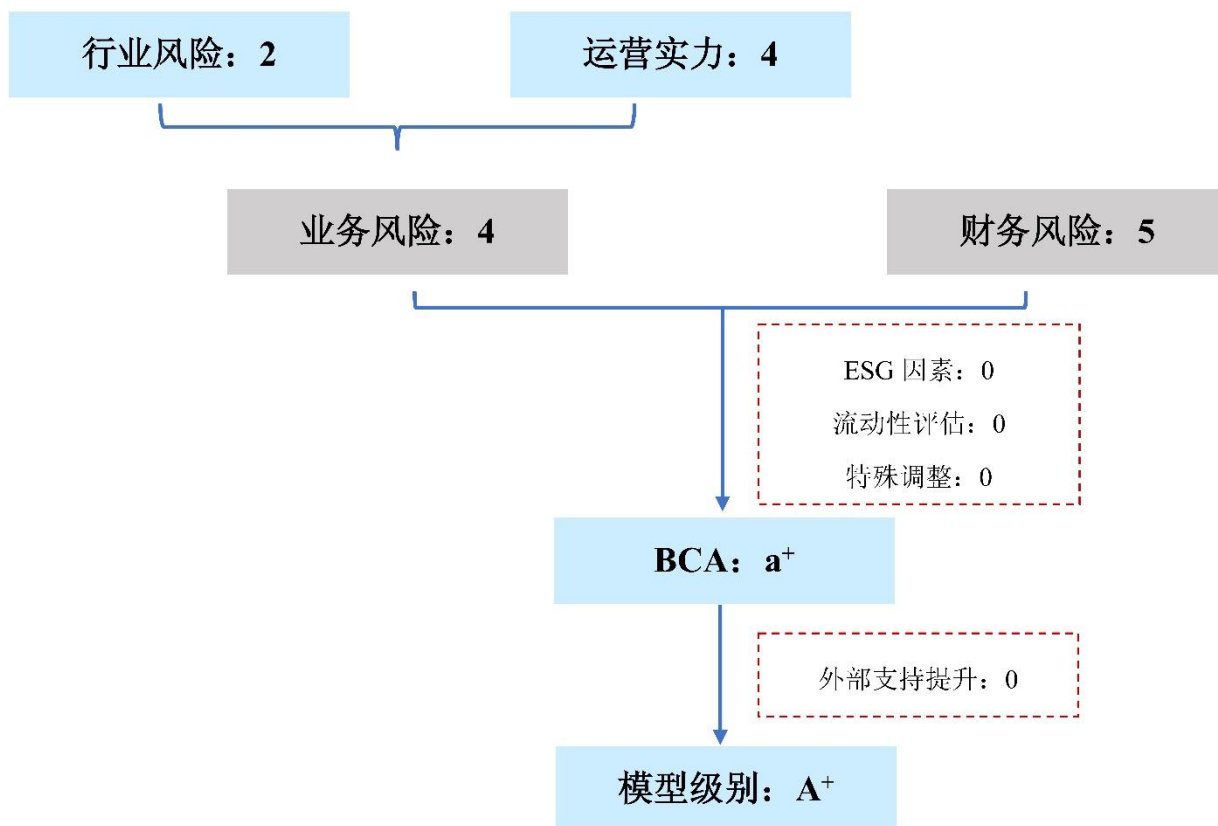
| 债项简称 | 本次债项<br>评级结果   | 上次债项评级<br>结果   | 上次评级有效期               | 发行金额/债项<br>余额（亿元） | 存续期                       | 特殊条款                   |
|------|----------------|----------------|-----------------------|-------------------|---------------------------|------------------------|
| 水羊转债 | A <sup>+</sup> | A <sup>+</sup> | 2023/6/26 至<br>本报告出具日 | 6.9499/6.9492     | 2023/04/04~2029/<br>04/03 | 回售条款、赎回条款、特别<br>向下修正条款 |

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据，尾数进行四舍五入。

| 主体简称 | 本次评级结果            | 上次评级结果            | 上次评级有效期           |
|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 水羊股份 | A <sup>+</sup> 稳定 | A <sup>+</sup> 稳定 | 2023/6/26 至本报告出具日 |

● 评级模型

水羊集团股份有限公司评级模型打分(TY\_2024\_04\_2024\_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

方法论: 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

2023 年以来，随着消费逐渐复苏，化妆品行业回暖不及预期，后续有望进一步改善，未来随着行业新规的不断完善及化妆品消费需求的持续升级，化妆品行业集中度有望进一步提升。

2023 年以来，随着消费逐渐复苏，化妆品行业回暖不及预期，社会消费品零售总额 471,495.20 亿元，同比增长 7.22%，其中化妆品品类零售总额为 4,141.70 亿元，同比增长 5.10%，增速不及零售大盘，未来需求有望修复。我国化妆品市场以大众市场为主，但高端市场增长更快并且占比不断提升，未来随着我国人均可支配收入的增加，我国高端市场的比重将越来越大。

从行业格局看，化妆品行业整体格局较为分散、各品牌间竞争激烈，且国际品牌在品牌影响力、产品矩阵、研发实力和议价能力上存在显著规模优势。在中国化妆品市场中，欧莱雅、宝洁和雅诗兰黛等为代表的欧美国际品牌市占率较高且地位稳固，而各国产化妆品品牌之间的市占率差距不大且集中度较低。近年来，电商和 CS 渠道的崛起为国产化妆品品牌提供了新的成长机会，国产化妆品品牌凭借“国潮风”及平价路线迅速增长，但国产品牌在技术研发以及成果转化层面仍处于弱势，制约国产品牌持续发展。未来随着化妆品消费者年龄结构的变化、普及率的提升、消费能力的增强，以及新零售模式的持续丰富，中国化妆品市场需求有望进一步升级，在竞争激烈的市场中，品牌壁垒和差异化优势将成为企业获得市场优势的关键，化妆品产业的竞争格局也将持续优化，优势企业将通过并购、合作等方式，不断扩大市场份额，提升行业集中度。

电商渠道的发展带动了国产品牌的品牌力提升，但也因为过度注重线上营销，令国产化妆品品牌陷入营销费投入的博弈，却对化妆品的品质和功能迭代有所放松。为加强对化妆品的管理，国家近年来出台多个有关化妆品生产、备案注册以及产品宣传的政策，对化妆品产品及原材料的成分、安全性、功效的评估和宣传等方面都提出了新的要求。严苛的规定在化妆品企业执行的过程中，也为消费者筛选出一批优良品牌，一方面是由于无法满足新规的企业将会被市场淘汰，另一方面，为推出新品所需支付的检测费用的提升、检测机构少所致的检测时间长，都将令小型化妆品企业因无法负担相应的研发开支及时间成本而被挤出市场，未来化妆品行业集中度有望进一步提升。

中诚信国际认为，水羊股份化妆品品类丰富，拥有多个具有一定知名度的品牌，保持了一定的行业地位，整体投资压力可控，2023 年公司个别品牌收入占比高，需关注其未来盈利稳定性以及收购品牌的商誉变化情况；自有国货品牌升级不及预期，产能利用率偏低，后续产能释放情况有待关注；代理模式对收入贡献较高但对资金形成一定占用，后续周转情况值得关注。

**2023 年以来公司产权结构无较大变化，三会一层变动较小，战略方向较为明确。**

截至 2023 年末，公司股本为 3.90 亿元，实际控制人为自然人，戴跃锋及其一致行动人持有公司 46.06% 股份。战略方面，公司将持续通过“研发赋能品牌，数字赋能组织”的双科技赋能，打造研发实力领先且消费者可感知的品牌；坚持“自有品牌与 CP 品牌双业务驱动”的发展战略，打造多品牌成长矩阵。

**公司仍保持了一定的行业地位和品牌影响力，产品结构丰富；2023 年公司个别品牌收入占比高，需关注其未来盈利稳定性以及收购品牌的商誉变化情况；自有国货品牌升级不及预期，产能利用率偏低，后续产能释放情况有待关注；代理模式对收入贡献较高但对资金形成一定占用，后续周转情况值得关注。**

公司主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多个化妆品领域，产品品类丰富，能够满足消费者的多样化消费需求。多年来公司已实现自有品牌体系与代理品牌体系两大业务体系并行发展，其中自有品牌拥有“EVIDENS DE BEAUTÉ（以下简称“EDB”）”、“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”等，具有一定品牌知名度，初步构建了高奢、中产、国潮、大众多元的品牌体系，2023 年 EDB 全球 GMV 首次突破 10 亿人民币。**中诚信国际认为**，公司目前个别品牌收入占比高，需关注其未来盈利稳定性以及收购品牌<sup>2</sup>的商誉变化情况。代理品牌方面，截至 2024 年 3 月末，公司代理的海外品牌数量已超 50 个，其中代理的强生旗下品牌近 20 个，包括城野医生、露得清、大宝、李施德林、强生婴儿等，非强生品牌包括 mesoestetic、KIKO、ZELENS、LUMENE 等，代理品牌均具有较高品牌知名度。结算方面，代理品牌采购主要采用确认订单后付首款，提货之后付尾款的方式进行结算，平均账期为 3~6 个月。**中诚信国际认为**，代理模式对收入贡献较高，但采购时间以及存货和应收周转天数较长，对资金形成一定占用。

随着水羊智造基地投产，公司产品生产从委托加工模式逐渐向自主生产转型，面膜及水乳膏霜自主产能大幅提升，目前自有国货品牌化妆品主要是自主生产，EDB 仍是委托加工的生产模式。**中诚信国际认为**，自主产能的大幅提升有利于公司更好地把控产品质量和及时响应订单，但公司自有国货品牌升级不及预期，产能利用率较低，后续产能释放情况有待关注。自有品牌产品研发方面，2023 年全年公司共申请专利 47 项，授权专利 67 项，包括发明专利 12 项，完成“黑参提取物”及“吡咯并喹啉酮二钠盐”（PQQ）两款新原料备案，具备不断向市场推出新产品的能力。

跟踪期内，公司采购模式保持稳定，原材料仍主要是保湿剂、活性物和包材，其中保湿剂和活性物主要采购自海外，包材主要通过国内供应商进行采购且区域分布较为分散。对于价格波动较大的原材料，公司会根据供需情况预测原材料走势并锁定价格和增加对替代原料的采购比例等方式

<sup>1</sup> 2024 年 4 月 30 日，公司发布《关于变更高级管理人员的公告》，因个人原因，晏德军先生申请辞去公司副总经理兼财务总监职务，其辞任后将不在公司担任职务。经公司董事长、总经理戴跃锋先生提名，公司提名委员会、审计委员会审查通过，同意提名邹飞女士为公司财务总监，任期与公司第三届董事会任期一致。

<sup>2</sup> 2022 年 7 月，公司的全资子公司 HONG KONG YU JIA INTERNATIONAL TECHNOLOGY COMPANY LIMITED、JYJH LIMITED 以 4,450 万欧元（约折合人民币约 33,473.39 万元）购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的 EviDenS de Beauté SAS（以下简称“标的公司”）90.05% 的股权，本次交易完成后，标的公司纳入公司合并报表范围，本次交易形成商誉 29,505.03 万元。EviDenS de Beauté SAS 旗下拥有化妆品品牌 EviDenS de Beauté，该品牌创立于 2007 年，是结合了日法美肤工艺的高端护肤品牌，是专为敏感肌研发的抗衰品牌，产品涵盖卸妆、洁面、面霜、精华、面膜等日常全品类护肤产品。

减少采购成本，2023 年公司原材料综合采购成本下降约 8%。

表 1：近年来公司自有品牌产品生产及销售情况

| 产品   | 指标            | 2021   | 2022   | 2023   |
|------|---------------|--------|--------|--------|
| 面膜   | 自主产能（百万片/瓶/年） | --     | 456.48 | 456.48 |
|      | 自主产量（百万片/瓶）   | --     | 210.68 | 150.06 |
|      | 产能利用率         | --     | 46%    | 33%    |
|      | 外部采购（百万片/瓶）   | 351.64 | 55.47  | 12.02  |
|      | 销量（百万片/瓶）     | 424.02 | 275.64 | 190.98 |
| 水乳膏霜 | 自主产能（百万瓶/年）   | --     | 64.80  | 64.80  |
|      | 自主产量（百万瓶）     | --     | 15.10  | 14.79  |
|      | 产能利用率         | --     | 23%    | 23%    |
|      | 外部采购（百万瓶）     | 36.30  | 30.93  | 24.09  |
|      | 销量（百万瓶）       | 42.45  | 29.50  | 32.39  |

注：生产和销售数据不含 EDB。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品销售方面，2023 年，公司整体业务及产品结构进一步优化，高毛利品牌占比持续上升，加上公司自有国货品牌升级不及预期，公司除 EDB 外自有品牌的面膜销量和产量有所下降，未来需对 EDB 持续竞争力、代理品牌的市场拓展以及自有国货品牌升级效益实现情况保持关注。跟踪期内，公司产品销售仍以线上为主，受消费者消费习惯变化，淘系业务出现下滑，抖音业务大幅攀升，整体回款风险较小且账期稳定。

**跟踪期内，公司部分在建项目已转固且投入使用，未来项目投资压力可控。**

公司在建项目主要为水羊智造基地和水羊股份总部基地项目，目前以上项目均部分转固。截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目总投资额 20.75 亿元，待投资额 8.42 亿元。后续投资进度公司可根据资金情况灵活安排，资本支出压力可控。

表 2：截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目（亿元）

| 主要在建项目名称   | 总投资   | 截至 2024 年 3 月末累计投资 |
|------------|-------|--------------------|
| 水羊智造基地     | 12.75 | 10.38              |
| 水羊股份总部基地项目 | 8.00  | 1.95               |
| 合计         | 20.75 | 12.33              |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内，部分高端品牌收入占比提升推动公司盈利指标有所回升，偿债指标出现好转，财务杠杆有所下降且仍处于适中水平，但应收账款和存货规模较大，对公司营运资金形成一定占用。**

### 盈利能力

2023 年公司营业收入下滑主要是因为品牌管理服务收入有所下降，Kenvue 于 2023 年正式从强生集团分拆，其基于对外部市场的判断和预测，对团队、战略、费用等维度的调整导致公司该板块收入有所下降，但毛利率仍保持在较高水平，同时得益于公司持续优化产品结构，部分高端品牌收入占比提升，水乳膏霜和面膜的毛利率均出现增长。综合影响下，公司营业毛利率有所提升。2023 年公司进行了人员优化和调整，主要是销售人员的优化，客服模块由自建转为外包采购第三方服务导致销售人员减少，同时为优化业务单元，公司削减了线下销售团队人员，期间费用规



模有所减少，但是以平台推广服务费为主的销售费用依旧保持在较大规模。跟踪期内，因产品结构调整和费用管控效果提升，经营性业务利润大幅增加，但公司计提的应收账款及存货减值增加导致信用减值损失和资产减值损失对利润形成一定侵蚀。整体来看，公司 2023 年盈利指标有所回升。公司 2024 年一季度营业收入和净利润同比出现不同程度的下滑，但扣非净利润实现增长。

### 资产质量

跟踪期内，公司资产规模同比小幅提升，仍以流动资产为主。流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，其中货币资金受盈利情况改善以及成功发行可转债有所增加；为推动高毛利率产品销量分销业务有所增长，公司应收账款规模增加，存货规模下降，但应收账款和存货规模较大，仍对营运资金形成一定占用。非流动资产方面，2023 年末，公司固定资产规模同比提升而在建工程下降主要系水羊智造基地转固所致。公司负债结构仍以有息债务为主，2023 年因成功发行可转债，债务规模有所增长，其中短期债务占比 33.88%，债务结构有所优化。权益结构方面，随着利润的积累，公司未分配利润持续提升，权益规模保持增长，财务杠杆有所下降且处于适中水平。公司 2023 年每 10 股派发现金红利 1 元（含税），合计派发现金红利 0.39 亿元（含税）。2024 年一季度，由于偿还到期债务，公司债务规模有所下降，财务杠杆水平进一步下滑。

### 现金流及偿债情况

2023 年，由于产品结构调整，公司高毛利产品销售增加，经营活动净现金流入规模同比大幅增长；随着品牌收购和水羊智造基地建设基本完成，公司投资活动现金流出金额收窄，同时由于发行可转债并加大偿债力度，筹资活动净现金流入金额同比减少。偿债能力方面，受盈利能力回升影响，经营活动净现金流、EBITDA 及 FFO 等对债务本息的覆盖能力均有所增强。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 20.76 亿元，其中尚未使用额度为 14.00 亿元，拥有一定备用流动性。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

|             | 2021         | 2022         | 2023         | 2024.3/2024.1~3 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 营业收入        | 50.10        | 47.22        | 44.93        | 10.32           |
| 营业毛利率       | 52.07        | 53.12        | 58.44        | 61.34           |
| 期间费用合计      | 23.25        | 23.54        | 22.34        | 5.66            |
| 期间费用率       | 46.40        | 49.84        | 49.73        | 54.81           |
| 经营性业务利润     | 2.78         | 1.46         | 3.90         | 0.66            |
| <b>利润总额</b> | <b>2.80</b>  | <b>1.44</b>  | <b>3.47</b>  | <b>0.50</b>     |
| EBIT 利润率    | 5.85         | 3.74         | 8.91         | --              |
| 货币资金        | 4.40         | 3.46         | 5.54         | 3.16            |
| 应收账款        | 2.80         | 3.25         | 4.04         | 4.26            |
| 存货          | 7.28         | 8.99         | 7.95         | 8.09            |
| 固定资产        | 1.06         | 6.25         | 8.45         | 8.53            |
| 在建工程        | 5.01         | 3.63         | 0.14         | 0.10            |
| <b>资产总计</b> | <b>27.45</b> | <b>36.56</b> | <b>41.15</b> | <b>38.75</b>    |
| 短期借款        | 5.23         | 7.08         | 2.32         | 1.84            |
| 长期借款        | 1.29         | 4.42         | 3.58         | 3.56            |
| 应付债券        | 0.00         | 0.00         | 6.15         | 6.20            |
| <b>负债合计</b> | <b>11.52</b> | <b>19.17</b> | <b>20.40</b> | <b>17.58</b>    |
| 总债务         | 7.48         | 12.77        | 14.79        | 13.28           |
| 短期债务/总债务    | 80.93        | 64.34        | 33.88        | 26.22           |
| 未分配利润       | 7.50         | 8.73         | 11.28        | 11.69           |

|               |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 所有者权益合计       | 15.94 | 17.39 | 20.75 | 21.17 |
| 总资本化比率        | 31.93 | 42.35 | 41.61 | 38.54 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1.99  | 0.18  | 2.62  | -0.15 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -4.93 | -6.46 | -2.81 | -0.37 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 3.55  | 5.28  | 1.92  | -1.56 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 19.88 | 5.51  | 7.75  | --    |
| FFO/总债务       | 0.49  | 0.13  | 0.29  | --    |
| 总债务/EBITDA    | 2.31  | 5.62  | 3.08  | --    |
| 货币等价物/短期债务    | 0.70  | 0.48  | 1.46  | 1.29  |

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 8.88 亿元，占总资产比例 21.58%；其中受限货币资金为 0.83 亿元，主要是保函、保证金等；受限固定资产为 8.05 亿元，主要用于办理银行贷款。

关联交易方面，公司物流和仓储服务主要由关联公司湖南拙燕仓物流有限公司提供，2023 年接受服务 1.38 亿元，品牌推广服务主要由关联公司湖南水羊新媒体有限公司提供，2023 年接受服务 0.88 亿元，均未超过获批的交易额度。此外，湖南拙燕品服电子商务有限公司<sup>3</sup>向公司提供客户服务 0.34 亿元。

截至 2023 年末，公司无对外担保和影响其正常经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>4</sup>

### 假设

——2024 年，随着水羊股份持续产品优化和品牌升级，预计公司营业收入和营业毛利率将有所提升，经营活动净现金流维持增长。

——2024 年，公司投融资需求可控，预计新增生产经营类投资 2~3 亿元。

### 预测

表 4：预测情况表（%、X）

| 重要指标       | 2022 年实际 | 2023 年实际 | 2024 年预测    |
|------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率     | 42.35    | 41.61    | 42.00~45.00 |
| 总债务/EBITDA | 5.62     | 3.08     | 3.10~4.10   |

资料来源：中诚信国际整理

### 调整项

<sup>3</sup> 湖南拙燕品服电子商务有限公司成立于 2023 年 3 月，湖南拙燕品服电商合伙企业(有限合伙)持股 60%，公司持股 40%。

<sup>4</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG<sup>5</sup>表现方面，公司环境和安全生产方面表现良好，但跟踪期内员工人数下降明显，中诚信国际将持续关注后续员工的稳定性。**流动性评估方面**，公司经营获现能力有所好转且拥有一定规模的资金储备和备用流动性。同时，公司为 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通。公司资金流出主要用于生产基地建设投资和品牌收购，目前在建项目投资进度可根据公司资金情况灵活安排，预计未来资本支出规模可控。整体来看，公司流动性较好，未来一年的流动性来源可对流动性需求形成覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**作为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，公司对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对公司具有很强的支持意愿，但支持能力有限。**

公司的实际控制人戴跃锋对公司的实际控制能力很强。公司作为实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，实际调配或协调的资源相对较少，且截至 2024 年 6 月 14 日，戴跃锋及其一致行动人持有公司 46.19% 股份，其所持有股份的 29.33% 已质押，对公司的支持能力有限。

## 跟踪债券信用分析

“水羊转债”募集资金 6.95 亿元，期限为 6 年，附赎回和回售条款，募集资金用于建设水羊智造基地和补充流动资金，截至 2023 年末，未使用募集资金余额 2.31 亿元。公司于 2023 年 6 月 29 日实施了 2022 年度权益分派方案，“水羊转债”转股价格由 13.71 元/股调整为 13.61 元/股。此外，由于 2019 年股票期权与限制性股票激励计划，“水羊转债”转股价格由 13.61 元/股调整为 13.63 元/股。公司于 2024 年 6 月 17 日实施了 2023 年度权益分派方案，“水羊转债”转股价格由 13.63 元/股调整为 13.53 元/股。截至 2024 年 3 月末，累计转股数为 5,232 股，未转股比例为 99.99%，未转股余额为 69,491.56 万元。

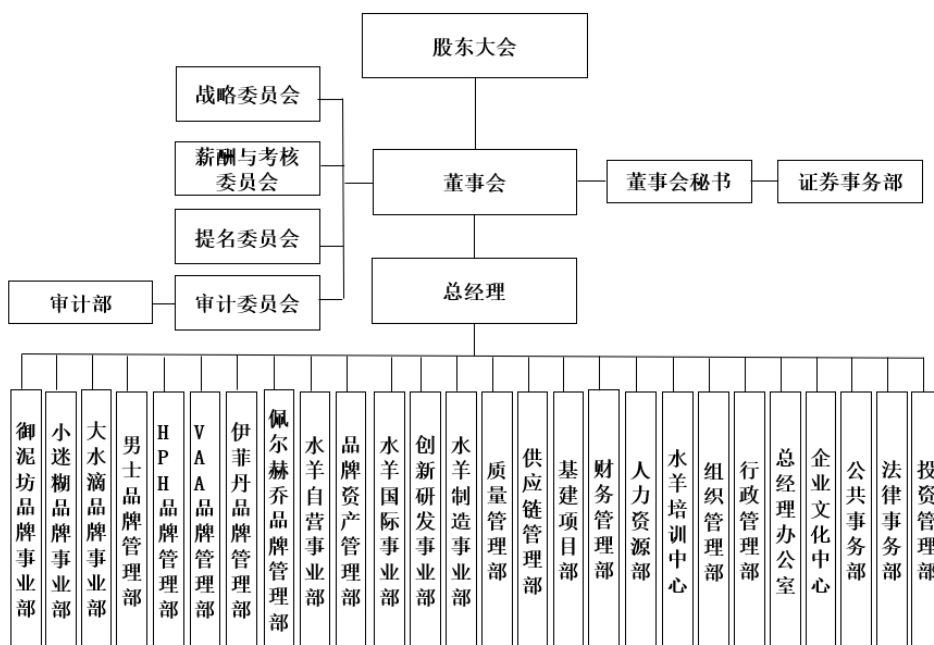
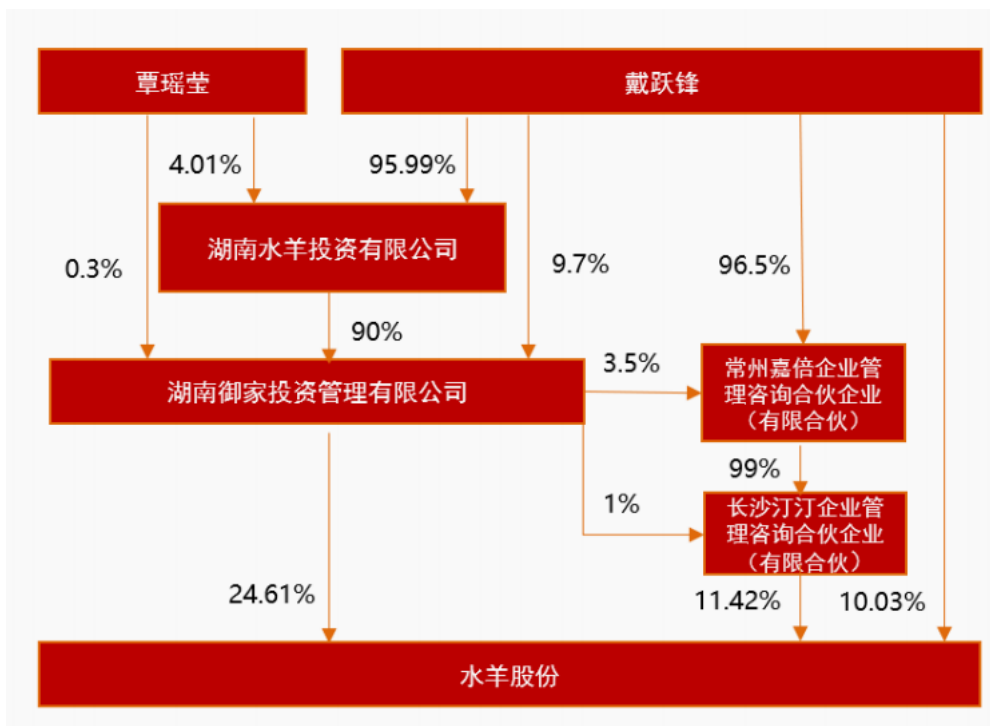
“水羊转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司产品品类丰富，初步构建了高奢、中产、国潮、大众多元的品牌体系，拥有一定规模的资金储备和备用流动性，且公司为 A 股上市公司，直接融资通道较为畅通，目前跟踪债券信用风险较低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持水羊集团股份有限公司的主体信用等级为 **A<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“水羊转债”的信用等级为 **A<sup>+</sup>**。

<sup>5</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

### 附一：水羊集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：水羊集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）               | 2021       | 2022       | 2023       | 2024.3/2024.1-3 |
|---------------------------|------------|------------|------------|-----------------|
| 货币资金                      | 44,042.20  | 34,614.64  | 55,431.99  | 31,608.37       |
| 应收账款                      | 28,007.26  | 32,455.77  | 40,373.51  | 42,554.98       |
| 其他应收款                     | 4,035.11   | 4,444.54   | 6,211.35   | 4,319.03        |
| 存货                        | 72,793.70  | 89,887.26  | 79,481.49  | 80,942.04       |
| 长期投资                      | 11,054.92  | 11,119.09  | 8,052.03   | 8,052.03        |
| 固定资产                      | 10,565.84  | 62,548.15  | 84,518.47  | 85,263.72       |
| 在建工程                      | 50,079.34  | 36,297.60  | 1,392.35   | 1,040.95        |
| 无形资产                      | 7,024.07   | 25,574.21  | 26,011.83  | 26,142.46       |
| 资产总计                      | 274,540.43 | 365,557.03 | 411,497.99 | 387,491.56      |
| 其他应付款                     | 11,146.31  | 14,035.50  | 8,831.46   | 10,285.32       |
| 短期债务                      | 60,499.41  | 82,169.58  | 50,094.80  | 34,823.46       |
| 长期债务                      | 14,257.09  | 45,549.49  | 97,771.00  | 97,965.55       |
| 总债务                       | 74,756.51  | 127,719.07 | 147,865.80 | 132,789.01      |
| 净债务                       | 36,340.15  | 98,403.24  | 100,694.97 | 106,694.06      |
| 负债合计                      | 115,163.01 | 191,670.60 | 204,014.71 | 175,750.71      |
| 所有者权益合计                   | 159,377.42 | 173,886.43 | 207,483.29 | 211,740.85      |
| 利息支出                      | 1,626.40   | 4,125.42   | 6,189.65   | --              |
| 营业总收入                     | 501,012.15 | 472,238.63 | 449,310.64 | 103,187.35      |
| 经营性业务利润                   | 27,839.91  | 14,626.31  | 39,011.86  | 6,578.45        |
| 投资收益                      | 1,175.59   | -269.46    | 1,589.16   | -3,007.74       |
| 净利润                       | 23,524.25  | 12,310.78  | 29,875.16  | 4,256.80        |
| EBIT                      | 29,299.82  | 17,672.56  | 40,037.44  | --              |
| EBITDA                    | 32,339.00  | 22,734.02  | 47,948.20  | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额             | 19,934.50  | 1,770.03   | 26,190.31  | -1,488.08       |
| 投资活动产生的现金流量净额             | -49,279.41 | -64,576.31 | -28,109.05 | -3,697.31       |
| 筹资活动产生的现金流量净额             | 35,488.22  | 52,837.51  | 19,150.62  | -15,634.35      |
| 财务指标                      | 2021       | 2022       | 2023       | 2024.3/2024.1-3 |
| 营业毛利率（%）                  | 52.07      | 53.12      | 58.44      | 61.34           |
| 期间费用率（%）                  | 46.40      | 49.84      | 49.73      | 54.81           |
| EBIT 利润率（%）               | 5.85       | 3.74       | 8.91       | --              |
| 总资产收益率（%）                 | 10.67      | 5.52       | 10.30      | --              |
| 流动比率（X）                   | 1.67       | 1.30       | 2.21       | 2.72            |
| 速动比率（X）                   | 0.94       | 0.67       | 1.45       | 1.66            |
| 存货周转率（X）                  | 3.30       | 2.72       | 2.21       | 1.99*           |
| 应收账款周转率（X）                | 17.89      | 15.62      | 12.34      | 9.95*           |
| 资产负债率（%）                  | 41.95      | 52.43      | 49.58      | 45.36           |
| 总资本化比率（%）                 | 31.93      | 42.35      | 41.61      | 38.54           |
| 短期债务/总债务（%）               | 80.93      | 64.34      | 33.88      | 26.22           |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）  | 0.25       | -0.01      | 0.15       | --              |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | 0.30       | -0.02      | 0.45       | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）    | 12.26      | 0.43       | 4.23       | --              |
| 总债务/EBITDA（X）             | 2.31       | 5.62       | 3.08       | --              |
| EBITDA/短期债务（X）            | 0.53       | 0.28       | 0.96       | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）          | 19.88      | 5.51       | 7.75       | --              |
| EBIT 利息保障倍数（X）            | 18.02      | 4.28       | 6.47       | --              |
| FFO/总债务（X）                | 0.49       | 0.13       | 0.29       | --              |

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、因缺少 2024 年一季度现金流量补充表，部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

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

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

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

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn