



水羊集团股份有限公司

2023 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[2023]跟踪 1220 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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，亦不对发行人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，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	水羊集团股份有限公司	A ⁺ /稳定
--------------	------------	--------------------

本次跟踪债项及评级结果	“水羊转债”	A ⁺
-------------	--------	----------------

评级观点

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”）美妆产品品类丰富，自有品牌拥有一定品牌知名度，且代理品牌收入增速较快及公司直接融资渠道较为畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司销售费用对公司利润有一定侵蚀、公司盈利能力有所下降、面临一定短期偿债压力及自有品牌升级不及预期降等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，市场地位大幅提升，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升。

可能触发评级下调因素：市场地位大幅下降，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。

正面

- 公司美妆产品品类丰富，自有品牌拥有一定品牌知名度，且代理品牌收入增速较快
- 公司为A股上市公司，直接融资渠道较为畅通

关注

- 销售费用对公司利润有一定侵蚀，公司盈利能力有所下降
- 面临一定短期偿债压力
- 公司自有品牌升级不及预期

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

水羊股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	21.73	27.45	36.49	36.91
所有者权益合计（亿元）	13.50	15.94	17.39	17.99
负债合计（亿元）	8.23	11.52	19.10	18.92
总债务（亿元）	3.70	7.48	12.77	12.70
营业总收入（亿元）	37.15	50.10	47.22	10.46
净利润（亿元）	1.38	2.35	1.23	0.55
EBIT（亿元）	1.69	2.93	1.77	--
EBITDA（亿元）	1.90	3.23	2.27	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.31	1.99	0.18	0.59
营业毛利率（%）	49.20	52.07	53.12	53.71
总资产收益率（%）	7.79	11.92	5.53	--
EBIT 利润率（%）	4.56	5.85	3.74	--
资产负债率（%）	37.87	41.95	52.36	51.27
总资本化比率（%）	21.51	31.93	42.35	41.40
总债务/EBITDA（X）	1.94	2.31	5.62	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	19.41	20.18	5.51	--
FFO/总债务（X）	0.17	0.49	0.13	--

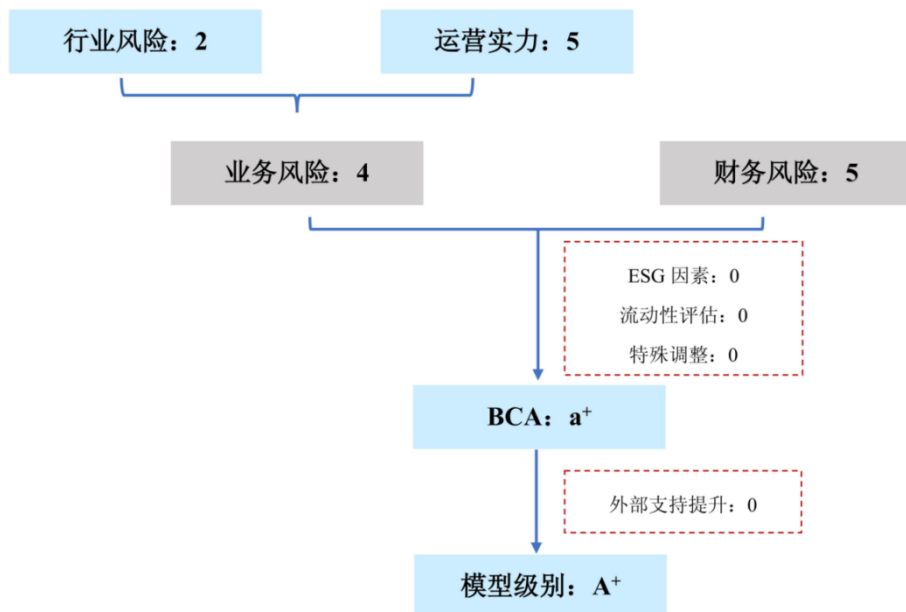
注：1、中诚信国际根据水羊股份提供的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年度一季报整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评 级结果	上次评级时 间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
水羊转债	A ⁺	A ⁺	2022/8/31	6.95	6.95	2023/04/04~2029/04/04	回售条款、赎回条款、特别向下修正条款

评级模型

水羊集团股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2022_03

■ 业务风险:

水羊股份属于日化行业，中诚信国际对日化行业风险评估为较高；公司产品品类丰富，自有品牌具有一定的品牌知名度，且代理品牌收入增速较快；但受国内市场需求下降影响，公司自有品牌升级不及预期，自主产能利用率较低，代理品牌存货对资金形成一定占用，业务风险评估为中等。

■ 财务风险:

水羊股份盈利能力和财务杠杆处于适中水平，资金储备一般，但公司银企关系稳定，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对水羊股份个体基础信用等级无影响，水羊股份具有 a⁺ 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

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。但同时，公司实控人为自然人，协调银行、金融机构介入续贷的能力较为有限。综上，外部支持未调整。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1: 截至 2023 年 5 月 31 日公司募集资金使用情况

债项简称	募集资金（亿元）	已使用募集资金（亿元）	募集用途	募集用途是否变更
水羊转债	6.95	2.24	水羊智造基地建设、补充流动资金	未变更

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

2022 年，受整体消费需求疲弱以及线上物流发货受阻等因素影响，我国化妆品类零售额增速出现阶段性下滑，但随着消费环境的改善，化妆品销售于 2023 年一季度实现增长；未来随着行业法规政策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。

2022 年，受不利因素影响，消费需求疲软，我国社会消费品零售总额及化妆品类零售额增速出现阶段性下滑。据国家统计局数据显示，2022 年化妆品类零售总额 3,936 亿元，同比下滑 4.5%。但相较于同期美国、日本、韩国等发达国家，我国化妆品人均消费处于较低水平，具有巨大的提升空间。随着 2023 年经济复苏，居民消费信心回升以及接触式社交场景增加，化妆品销售已实现增长。据国家统计局数据显示，2023 年一季度，社会消费品零售总额 114,922 亿元，同比增加 5.8%，其中化妆品类总额 1,043 亿元，同比增加 5.9%，其规模达到历史峰值水平。

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，且国际品牌排名靠前。从品牌市占率角度，我国化妆品市场中，以巴黎欧莱雅、宝洁和雅诗兰黛等为代表的欧美国际品牌市占率较高，而国内化妆品品牌受品牌声誉、产品丰富度及研发水平等因素综合影响，市占率和集中度总体较低。随着中国美妆用户的年龄结构、普及率、消费力等因素的持续变化，社交媒体的发展和 KOL、KOC 营销产业链的完善，消费者对化妆品的需求进一步升级，且更注重产品实际功效和个人诉求的表达，大单品需求被逐渐细分至更多垂直品类，化妆品产业的核心产品价值、品牌壁垒的差异化优势将更加凸显，化妆品竞争格局持续优化。

为进一步推动国内化妆品行业高质量发展，2022 年以来，我国先后出台了一系列如《化妆品生产质量管理规范》、《化妆品不良反应监测管理办法》等法规政策。综合来看，未来随着行业法规政策的不断完善，合规成本的增加，许多成本控制较弱或研发能力不足的企业将被逐步淘汰，而具备多品牌矩阵打造能力与先进研发实力的化妆品企业将拥有更大市场发展空间，未来化妆品行业集中度有望进一步提升。

中诚信国际认为，水羊股份产品品类丰富，自有品牌具有一定的品牌知名度；跟踪期内，代理品牌业务发展迅速，且公司完成对法国高端品牌的收购，形成较大商誉，对应的标的公司经营情况良好，但仍需对其与公司现有业务的协同情况及经营情况保持关注。

公司自有品牌具有一定品牌知名度且产品品类丰富；代理品牌业务发展迅速，但因跨境物流受阻，导致部分代理品牌产品出现备货不及时的情况。

公司主要从事化妆品的研发、生产与销售，已形成以自有品牌御泥坊为核心，自有品牌和代理品牌为双驱动的业务布局。公司自有品牌覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等多个化妆品领域，产品品类丰富，能够满足消费者的多样化消费需求。公司自有品牌具有一定品牌知名度，根据艾媒金榜发布的报告，公司“小迷糊”和“御泥坊”品牌分别位列“2022 年上半年中国国产面膜品牌排行榜”的第 9 名和第 13 名；且“御泥坊”品牌位列“2022 年中国国产面霜品牌排行榜”中的第 12 名。“VAA”品牌的小轻罐卸妆膏获得业内知名美容杂志瑞丽颁发的“贵妇挚爱养肤卸妆膏”大奖，并于 2022 年进入抖音卸妆产品年度金榜 TOP3。此外，2022 年，公司自有品牌在“御泥坊”、“大水滴”、“小迷糊”、“御”、“花瑶花”、“VAA”、“HPH”的基础上，收购法国高端护肤品牌 EVIDENS DE BEAUTÉ（以下简称“EDB”），进一步提升公司自有品牌产品层级。2022 年 EDB 对应的标的公司实现营业收入 9,515.72 万元，净利润 2,397.22 万元，经营情况良好。**中诚信国际关注到**，对高端品牌 EDB 的收购虽进一步提升了公司品牌层次，但该并购事项形成的商誉较大，且未设置业绩承诺，存在一定并购风险，中诚信国际将持续关注标的公司与公司现

有业务的协同情况及其经营情况。

跟踪期内，公司积极推进海外品牌代理业务，代理业务营收规模持续增长，截至 2023 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 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。**中诚信国际关注到**，由于 2022 年物流受阻，部分代理品牌货品无法按周期供应，导致部分代理品牌产品备货不及时，同时延期到货的代理产品因错失销售节点消纳缓慢，对资金形成一定占用。

跟踪期内，受益于水羊智造基地部分产能投产，公司自主产能大幅提升，但目前产能利用率仍较低，后续产能释放情况有待关注；公司持续加大研发创新力度提升自有品牌产品品质，但受整体消费需求疲弱及客群转换影响，自有品牌升级不及预期。

公司自有品牌化妆品生产分为委托加工模式和自主生产模式，跟踪期内，公司水羊智造基地部分产能投产，公司产品生产从委托加工模式逐渐向自主生产转型，公司面膜及水乳膏霜自主产能大幅提升。**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，但公司自主产能产线仍处于调试期，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，2022 年公司研发投入 0.89 亿元，同比提升 34.66%，共申请组合物核心专利 10 项，均已应用于旗下自有品牌产品配方中，有效实现了产品更新迭代及产品品质的提升。同年，公司成功签约江南大学陈坚院士作为首席科学家，发布了独占 11 项专利技术的全球最小分子透明质酸技术，且已实现酶切小分子透明质酸微 800、微 400 的量产。截至 2023 年 3 月末，公司已申请 318 项专利，授权总数达 199 项，其中发明专利 89 项。综合来看，公司技术储备良好，具备不断向市场推出新产品的能力。

自有品牌产品销售方面，2022 年，公司对部分产品包装和功效进行更新升级，带动水乳膏霜产品销售价格同比提升，但受整体消费需求疲弱及客群转换影响，公司自有品牌升级不及预期，贴式面膜、非贴式面膜和水乳膏霜产品销量同比下降，需对自有品牌升级效益实现情况保持关注。

表 2：近年来公司自有品牌产品生产情况

产品	指标	2020	2021	2022
贴式面膜	自主产能（百万片/年）	--	--	449.28
	自主产量（百万片）	--	--	207.36
	产能利用率（%）	--	--	46%
	外部采购（百万片）	375.28	334.73	50.29
非贴式面膜	自主产能（百万瓶/年）	--	--	7.20
	自主产量（百万瓶）	--	--	3.32
	产能利用率（%）	--	--	46%
	外部采购（百万瓶）	23.26	16.91	5.18
水乳膏霜	自主产能（百万瓶/年）	--	--	64.80
	自主产量（百万瓶）	--	--	15.10
	产能利用率（%）	--	--	23%
	外部采购（百万瓶）	36.49	36.30	30.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司自有品牌原材料采购仍由公司采购部负责进行集中采购，采购品类主要包括保湿剂、活性物和包材，其中保湿剂、活性物主要采购自海外，当期因海外物流受阻且海外原材料涨价，公司增加了对国内自主研发生产原料的采购规模；包装材料采购品类包括膜布、铝膜袋、瓶器和彩盒等，公司主要通过国内供应商进行采购，区域分布较为分散，跟踪期内包材价格有所下降。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减少采购成本，2022年，公司原材料综合采购成本下降约3%。

跟踪期内，受需求疲软影响，公司线上及线下销售收入均有所减少，且线下部分商超回款存在延期情况，但延期比例不大，对收款风险影响有限。

销售渠道方面，跟踪期内产品销售仍以线上为主，受需求疲软及物流发货受阻影响，线上业务销售收入有所减少，但整体回款风险较小且账期稳定。公司线下主要通过美妆零售连锁店和商超渠道进行产品经销和代销，合作客户稳定，但受市场需求疲软及线下交互场景减少影响，线下销售收入亦有所减少，且部分商超存在因资金周转困难，延期支付货款的情况，但总体延期付款比例不大，对公司收款风险影响有限。

表 3：近年来公司不同销售渠道的销售收入（亿元）

销售渠道	2020	2021	2022
线上	33.48	44.17	42.67
其中：第三方平台	32.24	40.79	39.13
自有平台	1.24	3.37	3.54
线下	1.12	2.48	1.50
合计	34.60	46.64	44.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司在建项目已部分转固且投入使用，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2023年3月末，公司主要在建项目总投资额20.75亿元，待投资额10.71亿元。总体来说，公司在建项目投资规模较大，但由于在建项目已部分转固且投入使用，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 4：截至2023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 2023 年 3 月末累计投资
水羊智造基地	12.75	8.83
水羊股份总部基地项目	8.00	1.88
合计	20.75	10.71

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，2022年，得益于公司对水乳膏霜产品进行品类升级，带动毛利率水平有所提升，但销售费用对利润侵蚀仍然较大，公司盈利能力呈下降态势；同时因投资需求较大，增加债务融资规模，偿债能力有所弱化，且面临一定短期偿债压力。

2022年，得益于公司持续对水乳膏霜产品进行品类升级，带动毛利率水平进一步提升，但面膜业务营收下降明显，且销售费用对公司利润的侵蚀持续增加，公司盈利能力有所下降。

2022 年，公司营业收入有所下降。具体来看，面膜受国内市场需求下降影响，其营业收入呈下降态势，且毛利率水平有所下滑；水乳膏霜业务得益于公司对产品结构进行持续升级，扩充水乳精华等高价品类的销售占比，其营收及毛利率均同比提升；品牌管理服务受市场环境下行影响，营收规模有所收缩，但毛利率仍保持在较高水平。综合影响下，2022 年公司毛利率水平略有提升。2023 年一季度公司营业收入和毛利率同比相对稳定。

表 5：主要板块营业收入和毛利率情况（亿元、%）

业务	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
面膜	15.43	61.92	14.21	63.38	9.05	57.86
水乳膏霜	19.13	36.15	32.39	42.71	35.12	48.84
品牌管理服务	2.50	90.56	3.30	92.90	2.74	91.84
其他产品	0.04	34.17	0.05	72.06	0.31	67.90
营业总收入/毛利率	37.15	49.20	50.10	52.07	47.22	53.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年公司期间费用规模同比增加。其中，以平台推广服务费和品牌宣传费为主的销售费用依旧保持在较大规模，且占比持续增加；研发费用随着研发力度的加强同比上升；财务费用受债务规模上升影响持续上行。**中诚信国际认为**，近年来以推广和品牌宣传为主的销售费用规模较大，对公司利润的侵蚀持续增加，对于期间费用的管控能力有待关注。

跟踪期内，公司利润仍以经营性业务利润为主，因营收规模下降及期间费用管控能力有所弱化，公司经营性业务利润同比下滑，且 2022 年因需求疲软，部分下游客户经营情况下行及公司存货消纳变慢，公司计提应收账款及存货减值增加导致信用和资产减值损失对利润侵蚀增加。整体来看，跟踪期内公司利润总额及相关盈利指标下滑明显，盈利能力有所下降。2023 年一季度，受益于公司自有品牌升级效益的释放及对 EDB 标的公司的收购，公司实现净利润 0.55 亿元，同比提升 33.38%。

表 6：但近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
销售费用	14.38	20.29	20.33	4.32
管理费用	1.22	1.93	1.94	0.43
研发费用	0.48	0.66	0.89	0.25
财务费用	0.34	0.36	0.38	0.18
期间费用率	44.18	46.40	49.84	49.42
经营性业务利润	1.72	2.78	1.46	0.46
资产减值损失	0.08	0.07	0.16	-0.02
信用减值损失	0.07	0.04	0.08	0.00
利润总额	1.59	2.80	1.44	0.62
EBIT 利润率	4.56	5.85	3.74	--
总资产收益率	7.79	11.92	5.53	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，存货和应收账款对公司资金仍造成一定占用，投资需求推动债务规模及财务杠杆水平上升，需对 EDB 品牌运营情况保持关注。

跟踪期内，公司资产规模同比提升，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，其中货币资金受公司投建生产基地及收购 EDB 品牌投资支出较多而有所下降；而应

收账款和存货受需求疲软影响，规模增加且周转率下降，对公司营运资金继续形成一定占用。非流动资产方面，2022 年末，公司固定资产规模同比提升而在建工程下降主要系在建全球智能面膜生产基地部分转固所致；无形资产受公司增加土地储备影响大幅增加，此外，2022 年公司并购 EDB 股权形成较大规模商誉，后续需对 EDB 品牌运营情况保持关注。2023 年一季度，公司资产规模与结构变化不大。

公司负债结构仍以有息债务为主，2022 年因投资需求较大，公司相应增加债务融资规模，但同时因长期借款新增较多，债务结构有所优化。此外，因公司当期应付工程款增加较多，以应付账款为主的经营负债规模亦有所上升。

权益结构方面，近三年公司未进行分红，随着利润的积累，公司未分配利润持续提升；2022 年公司股本和资本公积减少主要系注销回购股份所致¹；综合影响下，跟踪期内公司权益规模保持增长，但由于负债规模增加较多，公司财务杠杆有所上升，但仍处于适中水平。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

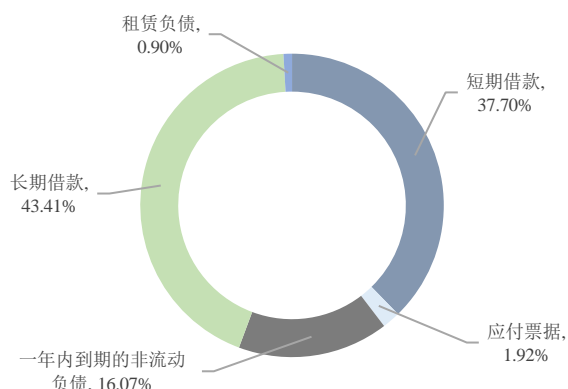
	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	4.60	4.40	3.46	3.50
应收账款	2.17	2.80	3.25	3.20
存货	6.96	7.28	8.99	8.69
固定资产	1.04	1.06	6.25	6.17
在建工程	1.74	5.01	3.63	4.18
无形资产	0.72	0.70	2.56	2.56
商誉	0.00	0.00	2.95	2.95
资产总计	21.73	27.45	36.49	36.91
应付账款	2.45	1.35	3.30	3.21
总负债	8.23	11.52	19.10	18.92
短期债务/总债务	100.00	80.93	64.34	55.69
总债务	3.70	7.48	12.77	12.70
股本	4.11	4.12	3.89	3.89
资本公积	6.33	6.69	4.96	5.01
未分配利润	5.17	7.50	8.73	9.25
减：库存股	2.26	2.23	0.11	0.11
所有者权益合计	13.50	15.94	17.39	17.99
存货周转率	2.71	3.37	2.72	2.19*
应收账款周转率	17.15	20.17	15.62	12.98*
资产负债率	37.87	41.95	52.36	51.27
总资本化比率	21.51	31.93	42.35	41.40

注：“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

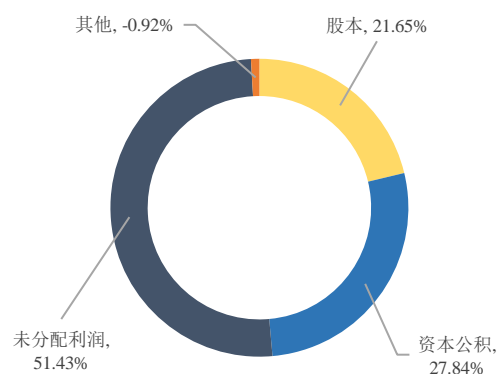
¹ 根据公司召开的第二届董事会 2022 年第三次临时会议、第二届监事会 2022 年第一次临时会议审议通过了《关于注销回购股份的议案》，决定注销 2019 年公司因依法维护公司价值及股东权益所必需而回购的全部股份 23,961,471.00 股，认购资金 209,388,620.89 元，减少资本公积-股本溢价 185,427,149.89 元。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力一般，受盈利能力下降影响，偿债指标趋弱，且面临一定短期偿债压力。

公司经营获现能力一般，2022 年受需求疲软影响，公司销售回款减少较多，同时公司增加对人才的储备，薪酬支付同比增加，综合影响下公司经营活动净现金流入规模同比减少较多。2022 年因公司持续进行产能扩建和品牌并购，当年投资活动净现金流出进一步增加，同时公司增加外部融资规模，筹资活动净现金流入同比增长。2023 年一季度，受采购支出降低影响，经营活动净现金流规模同比增加 142.49%。

跟踪期内，受盈利能力下降影响，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趋弱，货币等价物对短期债务的覆盖能力亦有所下行。综合来看，跟踪期内，公司偿债能力有所下降，且面临一定短期偿债压力。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	1.31	1.99	0.18	0.59
投资活动净现金流	-1.75	-4.93	-6.46	-0.62
筹资活动净现金流	1.16	3.55	5.28	-0.06
货币等价物/短期债务	1.03	0.70	0.48	0.51
经营活动净现金流/利息支出	13.32	12.44	0.43	--
EBITDA 利息保障倍数	19.41	20.18	5.51	--
总债务/EBITDA	1.94	2.31	5.62	--
FFO/总债务	0.17	0.49	0.13	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 8.87 亿元，占总资产比例 24.31%；其中受限货币资金为 0.53 亿元，主要系保函、保证金等；受限固定资产和在建工程分别为 5.07 亿元和 3.28 亿元，主要用于办理银行贷款。

截至 2023 年 3 月末，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，2020 年~2023 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。

预测与假设²

假设

——2023 年，预计随着消费需求的恢复，水羊股份营业收入将有所提升。

——2023 年，预计公司仍有一定投融资需求，水羊股份债务规模将明显上升。

预测

表 9：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	31.93	42.35	47~50
总债务/EBITDA	2.31	5.62	6~8

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，水羊股份资金储备有限，但银企关系较稳定，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司经营获现能力一般，拥有一定规模的资金储备和备用流动性。截至 2022 年末，公司货币资金为 3.50 亿元，相较于债务规模，资金储备有限。截至 2023 年 3 月末公司共获得银行授信额度 28.45 亿元，其中未使用银行授信额度为 14.88 亿元，拥有一定备用流动性。同时，公司为 A 股上市公司，跟踪期内成功发行可转债，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，近年来维持在较大规模。目前公司在建产线大多完工转固，预计未来资本支出规模或有所下降。此外，债务到期分布主要集中于一年以内。公司银企关系相对稳定，也拥有股权融资通道，未来一年的流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023	2024	2025	2026 年及以后
合并口径	5.74	2.68	1.10	2.78
银行贷款	5.49	2.68	1.10	2.78
银行票据	0.24	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司环境和安全生产方面表现良好，管理团队稳定性较高，为其平稳运营奠定基础；公司

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

³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。

治理结构良好；公司 ESG 综合表现良好，潜在 ESG 风险不大。

环保方面，跟踪期内，公司及子公司现有项目各项污染治理设施均保持正常运行并达标排放。跟踪期内，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，公司未发生重大环境污染事故。跟踪期内，公司未发生一般事故以上环保事故。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已形成完善的治理结构和内控体系，设有股东大会、董事会、监事会和经营管理层等，董事会由 7 名董事组成，其中 3 名为独立董事，设董事长 1 名；监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 2 名；跟踪期内，公司高管团队稳定，3 名独立董事和 1 名监事发生变更，系任期届满离职，中诚信国际认为，相关人事变动对公司治理结构和日常经营活动均未产生实质影响。内控方面，公司建立了相对健全的内部控制系统，根据公司披露的《2022 年度内部控制评价报告》，跟踪期内公司不存在财务报表相关的内部控制重大缺陷，且已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。资金管理方面，公司对下属子、分公司资金进行集中管理，筹融资事项均由公司本部决策。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“自有品牌与代理品牌双业务驱动”的发展战略，通过完善组织体系和构建消费者可感知且有竞争力的品牌体系沉淀品牌资产，打造多品牌成长矩阵；建设有文化认同，有人才支撑，有机制保障，有数字赋能的“四有”平台型组织；有序推进“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态建设，提升水羊在国际美妆生态影响力。

外部支持

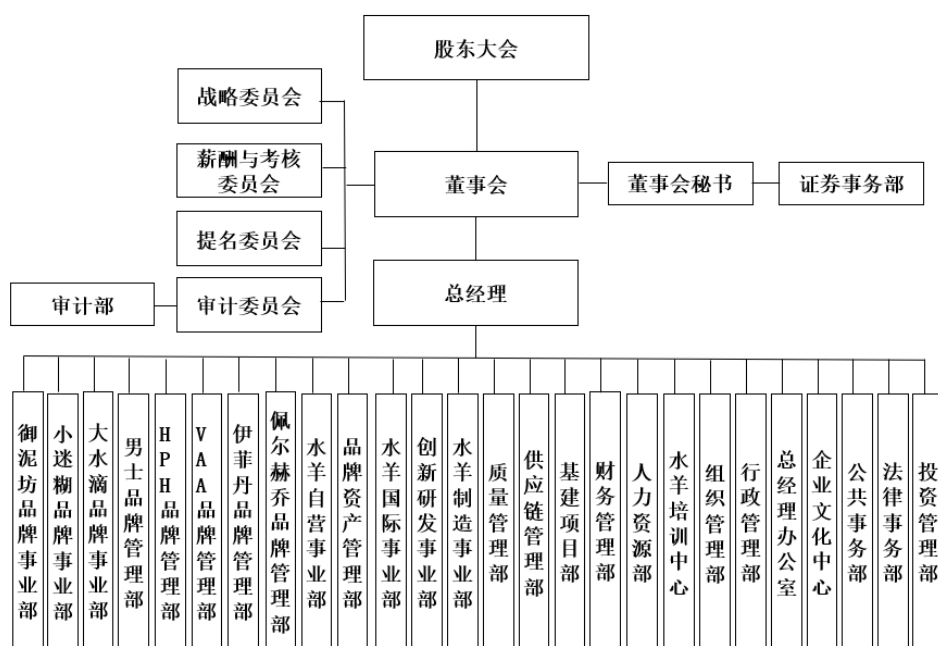
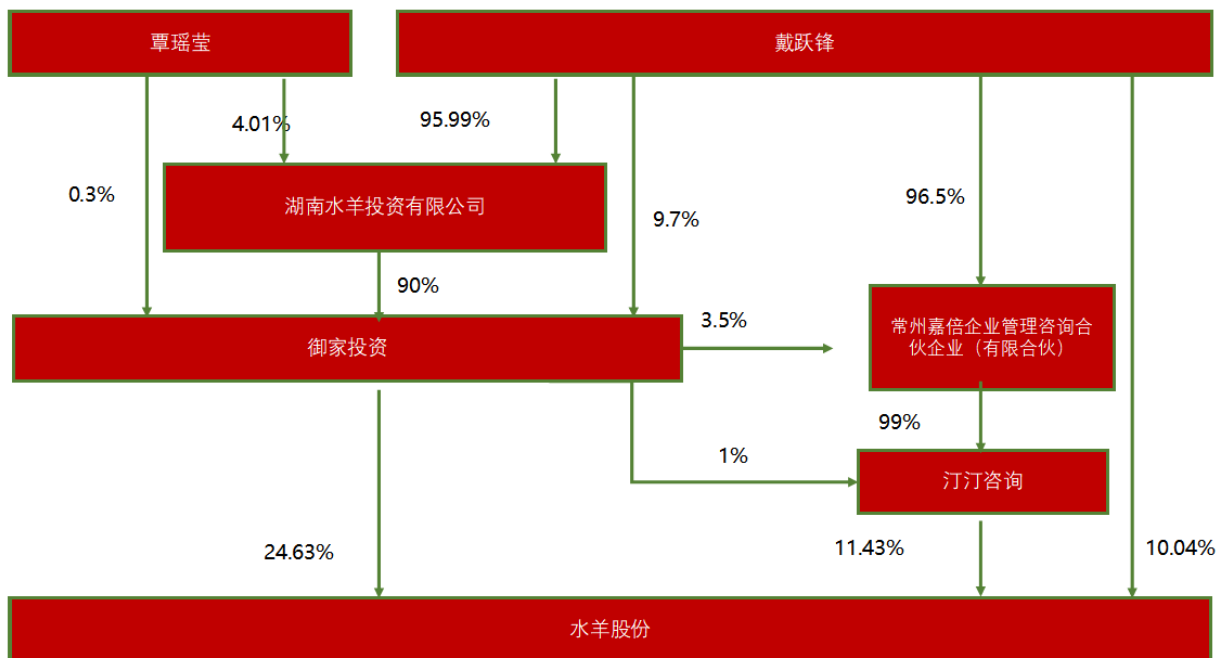
作为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，公司对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对公司具有很强的支持意愿，但实控人质押公司股权比例较高，支持能力有限。

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 2023 年 5 月 31 日，戴跃锋及其一致行动人持有公司 46.10% 股份，其所持有股份的 39.75% 已质押，股权质押比例较高，对公司的支持能力有限。

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⁺**，评级展望为稳定；维持“水羊转债”的债项信用等级为 **A⁺**。

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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	45,984.83	44,042.20	34,614.64	35,034.71
应收账款	21,665.89	28,007.26	32,455.77	32,018.24
其他应收款	3,215.86	4,035.11	4,444.54	3,971.75
存货	69,561.27	72,793.70	89,887.26	86,873.22
长期投资	14,415.34	11,054.92	11,119.09	11,054.39
固定资产	10,434.11	10,565.84	62,548.15	61,659.86
在建工程	17,423.99	50,079.34	36,297.60	41,752.38
无形资产	7,171.98	7,024.07	25,574.21	25,570.71
资产总计	217,251.21	274,540.43	364,904.05	369,067.72
其他应付款	10,209.39	11,146.31	14,035.50	12,002.26
短期债务	36,982.76	60,499.41	82,169.58	70,749.97
长期债务	0.00	14,257.09	45,549.49	56,294.45
总债务	36,982.76	74,756.51	127,719.07	127,044.43
净债务	4,048.37	36,340.15	98,403.24	98,460.87
负债合计	82,272.24	115,163.01	191,049.16	189,205.10
所有者权益合计	134,978.97	159,377.42	173,854.89	179,862.61
利息支出	980.29	1,602.35	4,125.42	--
营业总收入	371,503.54	501,012.15	472,238.63	104,608.44
经营性业务利润	17,244.98	27,839.91	14,626.31	4,564.54
投资收益	378.90	1,175.59	-269.46	-41.65
净利润	13,818.91	23,524.25	12,292.73	5,452.05
EBIT	16,929.52	29,299.82	17,672.56	--
EBITDA	19,028.15	32,339.00	22,734.02	--
经营活动产生的现金流量净额	13,060.18	19,934.50	1,770.03	5,896.24
投资活动产生的现金流量净额	-17,451.32	-49,279.41	-64,576.31	-6,233.08
筹资活动产生的现金流量净额	11,592.49	35,488.22	52,837.51	-554.87
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	49.20	52.07	53.12	53.71
期间费用率（%）	44.18	46.40	49.84	49.42
EBIT 利润率（%）	4.56	5.85	3.74	--
总资产收益率（%）	7.79	11.92	5.53	--
流动比率（X）	1.97	1.67	1.30	1.41
速动比率（X）	1.12	0.94	0.67	0.75
存货周转率（X）	2.71	3.37	2.72	2.19*
应收账款周转率（X）	17.15	20.17	15.62	12.98*
资产负债率（%）	37.87	41.95	52.36	51.27
总资本化比率（%）	21.51	31.93	42.35	41.40
短期债务/总债务（%）	100.00	80.93	64.34	55.69
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.33	0.25	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.33	0.30	-0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	13.32	12.44	0.43	--
总债务/EBITDA（X）	1.94	2.31	5.62	--
EBITDA/短期债务（X）	0.51	0.53	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	19.41	20.18	5.51	--
EBIT 利息保障倍数（X）	17.27	18.29	4.28	--
FFO/总债务（X）	0.17	0.49	0.13	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、“--”表示数据不可得或数据不可比。

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
经营效率	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)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(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)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	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：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

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：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。

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）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

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）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn