

2022 年水羊集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn 赵珊迪

项目组成员：夏金印 jyxia@ccxi.com.cn 夏金印

刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn 刘彦迪

评级总监： 

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 8 月 31 日

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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次信用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。

■ 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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]2852D 号

水羊集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2022年水羊集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 A^+ ，评级展望为稳定，本期可转换公司债券的信用等级为 A^+ 。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年八月三十一日



发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
水羊集团股份有限公司	不超过7亿元(含)	6年	每年付息一次,到期一次还本付息	拟用于水羊智造基地项目、补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定水羊集团股份有限公司(以下简称“水羊集团”或“公司”)的主体信用等级为A⁺,评级展望为稳定;评定“2022年水羊集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的债项信用等级为A⁺;中诚信国际肯定了业务布局相对完善、核心品牌具有一定品牌知名度、代理品牌收增速较快及具有直接融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时,中诚信国际关注到行业竞争加剧、公司业绩承压、在建项目规模较大、面临一定的并购风险、代理业务对资金形成一定占用、总债务规模持续增加及股权质押比例较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

水羊集团(合并口径)	2019	2020	2021	2022.6
总资产(亿元)	18.43	21.73	27.45	33.59
所有者权益合计(亿元)	12.16	13.50	15.94	16.92
总负债(亿元)	6.27	8.23	11.52	16.67
总债务(亿元)	2.97	3.70	7.48	11.74
营业总收入(亿元)	24.12	37.15	50.10	22.01
净利润(亿元)	0.25	1.38	2.35	0.82
EBIT(亿元)	0.29	1.69	2.94	1.11
EBITDA(亿元)	0.48	1.90	3.14	1.24
经营活动净现金流(亿元)	-2.09	1.31	1.99	-0.71
营业毛利率(%)	51.05	49.20	52.07	55.00
总资产收益率(%)	1.56	7.78	10.71	7.24*
资产负债率(%)	34.02	37.87	41.95	49.63
总资本化比率(%)	19.62	21.51	31.93	40.97
总债务/EBITDA(X)	6.21	1.95	2.38	4.72*
EBITDA利息保障倍数(X)	7.98	19.39	19.58	6.35

注:1、2022年半年报未经审计;2、中诚信国际债务统计口径将租赁负债调整至长期债务;3、带“*”指标已经年化处理。

正面

- **业务布局相对完善,核心品牌具有一定品牌知名度。**公司主要从事化妆品的研发、生产和销售,目前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,产品品类丰富,且核心品牌具有一定的品牌知名度。
- **代理品牌收入增速较快。**公司代理的海外品牌数量众多,收入增速较快,且代理的强生(中国)投资有限公司(以下简称“强生”)旗下品牌具有较高的品牌知名度。
- **具有直接融资渠道。**公司具有一定的备用流动性,且作为A股上市公司,股权融资渠道畅通,能对整体偿债能力提供一定支持。

关注

- **行业竞争加剧,公司业绩承压。**2022年上半年,受新冠疫情影响,我国化妆品零售额增速出现阶段性下滑,化妆品行业竞争加剧,且以推广和品牌宣传为主的销售费用处于较高水平,公司营业总收入和净利润同比下滑。
- **在建项目规模较大,面临一定的并购风险。**截至2022年6月末,公司正在改扩建水羊智造基地项目,计划总投资为12.75亿元,面临较大的资金压力。此外,2022年8月,公司完成对EviDenS de Beauté SAS(以下简称“标的公司”)90.05%的股权及债权收购,形成的商誉规模较大,未来标的公司与公司现有业务的协同情况及其对公司业绩的影响有待关注。
- **代理业务对资金形成一定占用,总债务规模持续增加。**近年来,公司代理品牌销售规模呈较快增长态势,对资金形成一定占用,总债务规模亦持续增加。
- **股权质押比例较高。**截至2022年7月5日,戴跃锋及其一致行动人持有公司43.49%股份,其中32.09%股份已质押用于个人资金需求,股权质押比例较高。

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。
- **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。

发行人概况

公司原名御家汇股份有限公司，成立于 2012 年 11 月，公司依托互联网电商进行自主和代理品牌产品的销售，产品品类覆盖面膜和水乳膏霜等；2021 年，为匹配业务国际化、大美妆品类下的品类多元化，公司正式更名为“水羊集团股份有限公司”。2018 年 8 月，公司首次公开发行 4,000.00 万股人民币普通股（A 股）股票在深圳证券交易所上市（股票代码：300740.SZ），发行后总股本为 16,000.00 万股。后经股权激励、资本公积转增股本、股份回购等事项，截至 2022 年 7 月 5 日，公司股本总数为 4.12 亿股事项。

产权结构：截至 2022 年 7 月 5 日，公司注册资本为 4.12 亿元，湖南御家投资管理有限公司（以下简称“御家投资”）持有公司 23.30% 的股份，为公司的控股股东；戴跃锋先生直接持有公司 9.37% 的股权，同时通过控制御家投资和长沙汀汀企业管理咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“长沙汀汀”）间接持有公司 34.12% 股份，合计持有公司 43.49% 股份，为公司实际控制人。股权质押方面，戴跃锋及其一致行动人质押 0.57 亿股公司股票用于个人资金需求，占所持股份的比例为 32.09%，占公司总股本的比例为 13.96%，股权质押比例较高。截至 2022 年 6 月末，公司控股 45 公司，参股 13 家公司。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	持股比例(%)
水羊化妆品制造有限公司	水羊制造	100.00
香港御家韩美科技有限公司	香港御家	100.00
湖南御强化妆品有限公司	湖南御强	100.00
湖南御泥坊化妆品有限公司	御泥坊	100.00
上海水羊国际贸易有限公司	水羊国际	100.00
香港御强有限公司	香港御强	100.00
香港水羊国际贸易有限公司	水羊国际	100.00
湖南水羊电子商务有限公司	水羊电商	100.00
湖南家美化妆品有限公司	湖南家美	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

表 2：本次债券基本条款

基本条款

债券品种	可转换公司债券
债券名称	2022 年水羊集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券
发行规模	不超过人民币 70,000 万元（含 70,000 万元），具体发行规模由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在上述额度范围内确定。
债券期限	自发行之日起六年
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。
转股价格向下修正条款	在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。
赎回条款	到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 有条件赎回条款：转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。
回售条款	有条件回售条款：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 附加回售条款：若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有

人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。

募集资金用途

本次可转债发行预计募集资金总额为 70,000.00 万元，募集资金净额将扣除发行费用后确定。公司拟使用 5 亿元募集资金建设水羊智造基地项目，2 亿元补充流动资金，若扣除发行费用后的实际募集资金净额低于拟投入募集资金金额，则不足部分由公司自筹解决。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年上半年，新一轮疫情冲击叠加俄乌冲突影响，经济运行中的“三重压力”进一步加大，二季度我国 GDP 增速仅有 0.4%，拖累上半年 GDP 同比增长 2.5%。展望下半年，随着疫情影响逐步消退以及稳增长政策效果持续显现，宏观经济有望修复性反弹，考虑到修复结构与政策节奏的不平衡，总体经济复苏或呈非对称“W”型走势。

因疫情影响上半年多项宏观经济指标在 3 至 5 月间出现收缩，宏观经济运行再次偏离长期增长趋势线。从生产看，上半年工业生产总体韧性较强，6 月份工业增加值增速出现显著回暖，但服务业受疫情冲击收缩幅度较大且持续修复的基础仍不牢靠。从需求看，上半年需求不足特征显著且内部结构不平衡，并以政策性因素为主要支撑。其中，因物流受阻及供应链循环趋缓制造业投资增速高位回落，市场预期依然负面之下房地产投资增速延续下滑，财政前置及地方基建项目加快落地推动二季度基建投资增速稳中有升，社零额增速则在疫情冲击之下连续三个月大幅下滑，出口短期看具有一定韧性但后续或受外需收缩拖累。从价格看，上半年 PPI 与 CPI 之差持续收敛，中下游行业的利润承压状况有所缓解，但需要关注消费价格上涨对消费信心的影响。从融资看，一季度末疫情冲击下融资需求显著收缩，随着专项债加快发行社融规模及结构于二季度有所改善，但可持续性仍有待观察。

宏观风险：下半年宏观经济将以结构性修复为主线，但也将持续面临严峻复杂的外部压力与内部挑战。从外部环境看，俄乌冲突带来全球地缘冲突加剧以及金属、能源和粮食供应紧张，发达经济体

的通胀压力正在放大全球经济的滞胀风险，美国持续寻求与中国加速“脱钩”。从内部挑战看：首先，变异病毒隐匿性更强传染系数更高，疫情反弹风险犹存；其次，预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈，企业家信心低迷，居民部门新增储蓄达到历史同期新高，预期偏弱或持续制约内需释放；第三，微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足，企业部门亏损家数及亏损额同比高位运行，居民部门就业压力较大，特别是年轻群体的失业率居高不下；第四，宏观债务风险持续存在，稳增长发力背景下宏观杠杆率或有进一步上升的压力，尤其是房地产等重点领域风险加速暴露，需高度警惕“停贷风波”发酵下的风险蔓延。

宏观政策：上半年宏观政策支撑经济顶住了超预期因素冲击，货币政策降准降息并下调中长期 LPR，财政政策收支两端同时发力并加快专项债发行。下半年稳增长依然是政策主线，但防风险是底线，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。货币政策稳字当头，稳中求进。央行二季度例会强调结构性货币政策要积极做好“加法”，下半年或主要以结构性政策工具配合财政金融政策着重推动宽信用，引导淤积的流动性流向实体。虽不排除总量货币政策的操作可能，但流动性充裕背景下总量货币政策的必要性及有效性或打折扣。财政政策以积极为基调，但重点或转向支出端。上半年存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年或以加大支出特别是专项债的使用为重点，包括调整固投资项目资本金比例及扩大专项债使用范围等。若政策效果滞后或不显著，亦不排除发行特别国债等增量工具的使用。

宏观展望：随着一揽子稳增长政策措施落地见效，下半年宏观经济或将结构性修复，但考虑到经济不同部门修复节奏的不统一以及政策效果显现具有一定延迟与滞后，经济总体或呈现出非对称“W”型走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济在面对超预期因素冲击时体现出了较强的韧性，宏观政策稳增长

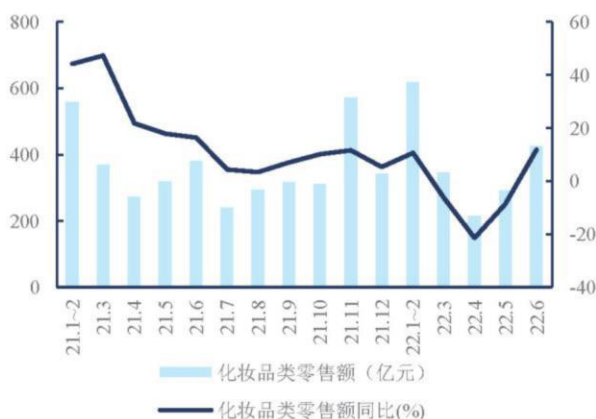
长依然具有较好的效果，内需释放依然具有较大的潜力。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，创新发展能够持续为经济运行注入新的增长动能，中国经济长期向好的基本面并未改变。

行业概况

2022年以来，受新冠疫情影响，我国化妆品类零售额增速出现阶段性下滑，随着新冠疫情得到有效控制，化妆品销售有望实现增长；但化妆品行业竞争加剧，成本控制较弱或研发能力不足的企业将被逐步淘汰

2021年，根据欧睿数据统计，我国化妆品市场规模增至811.3亿美元，仅次于美国位居世界第二，增速远高于全球行业平均增速，占全球市场规模比重达15.5%。受益于新冠疫情影响逐步消退及前期低基数等因素影响，2021年我国化妆品类零售总额同比增长18.4%至3,967.7亿元。然而，2022年3~5月，因上海等地受新冠疫情影响，化妆品类零售额同比增速分别为-6.2%、-21.5%和-8.7%，上半年化妆品类零售总额同比下降0.2%至1,891.5亿元，我国化妆品类零售额增速出现阶段性下滑。

图1：2021年以来化妆品类零售额及增速情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

从行业格局看，化妆品行业整体格局较为分散，各品牌间竞争较大，且国际品牌排名靠前。根据欧睿咨询数据，从品牌市占率角度，我国化妆品市场

中，以巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、玉兰油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。

2021年以来，《化妆品监督管理条例》正式实施，多部配套法规相继发布，我国化妆品监管法规新体系已初步成型，化妆品行业或将进入科学、严谨、高效的监管新时代。

采购方面，过去我国化妆品原料是监管模糊地带，长期以来国内化妆品品牌商对海外化妆品原料商依存度较高，在原料研发、工艺创新和检测评价等技术方面存在瓶颈，活性物等成分多依赖进口。随着原料监管趋严，原料市场进入规范化发展时代，更多原料创新将涌现，品牌商更倾向于选择龙头原料供应商来保证稳定供应，具备研发基础、技术优势、质量保证和稳定供应链的原料龙头优势较为突出。

生产方面，过去我国化妆品企业多以OEM或ODM模式向欧美出口为主。2022年，国家药监局发布《化妆品生产质量管理规范》，化妆品生产过程的管理标准全方位提高，主体责任更加明确，对自产模式的品牌方无明显影响，但OEM和ODM模式下的品牌方和代工厂将受到一定影响。

研发方面，随着前沿高新配方技术与生物科技被引入化妆品行业，各品牌加速研发布局以增强产品力和品牌竞争力。

销售方面，过去我国化妆品企业提升市占率的关键是渠道和营销，但受消费升级等因素影响，消费者对成分、功效及配方等方面更为看重，化妆品市场从以营销渠道为驱动向以产品和品牌为驱动转型，行业竞争持续加剧，产品力优秀且线上运营较强的龙头企业具备一定的竞争优势。随着线上互联网渠道的兴起，精细化运营成为竞争关键，成本控制较弱的企业将被逐步淘汰。

中诚信国际认为，随着新冠疫情得到有效控制，

多地陆续复工复产，物流供应恢复，化妆品销售有望实现增长，但随着行业监管制度的不断完善，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，未来行业集中度或将提升。

业务运营

公司主营业务突出，面膜和水乳膏霜板块为收入的主要来源，近年来二者合计收入占营业总收入的比重均超过 90%；同时，品牌管理服务为公司主业形成一定的补充。

表 3：近年来公司主营业务收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~6
面膜-贴式面膜	9.00	9.50	8.95	2.95
面膜-非贴式面膜	2.30	5.94	5.26	1.62
水乳膏霜	11.13	19.13	32.39	16.41
品牌管理服务	1.52	2.50	3.30	0.98
其他产品	0.10	0.04	0.05	0.03
主营业务收入	24.05	37.10	49.94	21.99
占比	2019	2020	2021	2022.1~6
面膜-贴式面膜	37.42	25.60	17.93	13.42
面膜-非贴式面膜	9.58	16.00	10.53	7.36
水乳膏霜	46.27	51.56	64.84	74.66
品牌管理服务	6.30	6.74	6.61	4.45
其他产品	0.42	0.11	0.09	0.12
主营业务占比	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他产品收入为化妆工具等销售收入；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品品类丰富，主品牌御泥坊具有一定的品牌知名度，代理品牌业务发展迅速；但近年来电商行业增速放缓及市场竞争加剧对公司自主品牌运营形成挑战，且代理品牌业务规模扩张对资金形成一定占用

公司主要从事面膜等化妆品的研发、生产与销售，目前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。公司产品品类丰富，将所经营的化妆品划分为 11 个品类，面膜是公司收入规模最大的品类，水乳膏霜包含乳液、面霜、精华等 10 个品类，能够满足消费者的多样化消费需求。

自主品牌方面，主品牌御泥坊创立于 2006 年，

保持一定的行业知名度。2021 年，御泥坊当选中国美妆品牌足迹榜单中护肤类“消费者十大首选品牌”；同年，公司在唯品会登顶面膜品牌年度排名 TOP1；在抖音开新日树立渠道标杆，成为平台活动美妆 TOP1；在快手平台深度合作辛选，进入快手美妆国货 TOP3 等。

近年来，公司对御泥坊进行转型升级，调整产品结构，并根据客群定位打造小迷糊、大水滴等新锐品牌，但御泥坊仍是公司自有品牌收入和利润的主要来源，而多数新锐品牌尚处于亏损状态，中诚信国际将持续关注公司新培育品牌的盈利能力改善情况。

表 4：公司主要自有品牌及定位

自有品牌	客群定位
御泥坊	大众客群
小迷糊	学生客群
大水滴	熬夜客群
御 MEN	男士客群
花瑶花	小众客群
VAA	彩妆客群

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，公司与江南大学、中国农业科学院麻类研究所、中南大学、湘雅医院等机构开展合作，通过多项产学研合作项目加强原料开发及生产工艺创新，并在多项原料上掌握独有技术，如泥浆原料高度提纯技术、小分子玻尿酸技术、灵芝发酵液的制备与提取等。截至 2022 年 6 月末，公司已申请 200 余项专利，授权总数达 130 余项，其中发明专利 70 余项，技术储备良好，具备不断向市场推出新产品的能力。

2019~2021 年和 2022 年 1~6 月，公司自有品牌收入占自有和代理品牌收入的比重分别为 64.62%、56.78%、41.74%和 30.90%，呈持续下降趋势。分产品来看，近年来公司非贴式面膜和水乳膏霜收入保持良好的增长态势，但贴式面膜收入自 2021 年以来因激烈的市场竞争而呈下滑态势。中诚信国际关注到，近年来网络零售市场增速明显放缓，且新冠疫情反复对消费需求有一定抑制作用，公司自有品牌销售及盈利情况有待持续关注。

表 5：近年来公司自有品牌销售情况
 (百万元、百万片、百万瓶、元/片、元/瓶)

产品	指标	2019	2020	2021	2022.1~6
贴式面膜	销售收入	866.24	909.13	852.17	271.79
	销售量	441.16	462.87	400.95	113.60
	销售均价	1.96	1.96	2.13	2.39
非贴式面膜和水乳膏霜	销售收入	585.09	1,052.95	1,094.11	377.17
	销售量	45.07	62.60	65.52	17.51
	销售均价	12.98	16.82	16.70	21.53
其他	销售收入	4.59	2.18	0.66	0.26
合计	销售收入	1,455.92	1,964.26	1,946.95	649.22

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公司积极开拓代理品牌业务，2019 年以来全面承接强生在国内的电商业务并积极拓展非强生品牌，收入呈快速增长态势。截至 2022 年 6 月末，公司代理的海外品牌数量超 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、EVIDENS、ZELENS、LUBRIDERM 等。

表 6：近年来公司代理品牌销售情况 (百万元)

代理品牌	2019	2020	2021	2022.1~6
城野医生	371.68	435.37	611.11	273.83
露得清	19.58	209.87	345.09	155.17
KIKO	85.07	76.76	336.91	172.88
EVIDENS	73.59	188.97	280.94	148.95
大宝	67.84	155.62	209.55	96.29
李施德林	43.16	119.72	172.56	84.25
强生婴儿	37.36	83.76	120.20	70.22
ZELENS	24.73	33.44	97.82	59.48
LUBRIDERM	1.28	28.07	66.30	28.42
Rogaine	--	18.71	62.30	30.12
其他代理品牌	72.72	145.10	414.69	331.98
合计	797.02	1,495.38	2,717.49	1,451.59

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代理模式方面，可分为一般购销和品牌管理服务两种，2021 年一般购销模式占代理收入的比重约为 90%。一般购销模式下，签约前，公司通过财务数据模型预测品牌发展情况，考虑品牌调性、细分客群、客单价、产品体系、市场定位、国内销量和消费需求匹配度等因素进行品牌筛选。签约后，公

¹ 茂思商贸主要从事化妆品批发、化妆品零售，其主要化妆品品牌为“阿芙”，公司投资其是为了拓展品牌矩阵；Helijia Inc 主要从事美容 O2O 上门服务，为广大消费者提供上门美甲、美睫、美容、理疗、健身、美体、美发、化妆造型等“泛美业”服务，双方对于消费者需求

司下属子公司水羊国际负责向代理品牌进行货品采购，公司先进行小规模销售，通过对销售数据分析及内部模型测试后制定相应发展路线，再进行大规模销售，赚取差价并承担价格涨跌的风险。近年来，公司代理品牌收入增速较快，且多数品牌采取买断模式，代理品牌存货规模较大、增速较快，且周转天数较长，中诚信国际将持续关注代理品牌业务规模扩张对公司的资金占用情况。

表 7：近年来公司代理品牌存货情况 (亿元、天)

销售渠道	2019	2020	2021	2022.1~6
存货账面价值	3.29	4.27	5.46	6.35
存货周转天数	159.28	162.85	130.43	137.09

注：存货为一般购销模式下代理品牌的存货。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

品牌管理服务模式下，公司接受具备品牌溢价能力的品牌方委托，从市场、销售、渠道等维度提供一揽子解决方案，负责建设和运营其线上品牌官方旗舰店并进行营销推广，赚取服务费。近年来，得益于公司渠道运营能力的提升和品牌孵化周期的缩短，品牌管理服务收入呈较快增长态势。

为拓展品牌矩阵及增加对消费群体的研究渠道，2019 年公司分别以 7,627 万元和 5,312.37 万元投资北京茂思商贸有限公司(以下简称“茂思商贸”)和 Helijia Inc¹ 部分股权并计入其他权益工具投资，但 2021 年 Helijia Inc 受疫情影响业绩出现亏损，中诚信国际将持续关注该公司的盈利恢复情况。

公司的委托加工比例较高，改扩建水羊智造基地有望增加产能；但目前产能利用率处于较低水平，且项目的后续推进情况及投产后对公司的影响有待关注

公司的化妆品生产以委托加工模式为主，根据滚动周计划以销定产，为委托加工厂商提供产品配方、原料和包装材料等，委派驻厂质量工程师进行指导监督；委托加工厂商提供生产场地、设备、人

及消费行为进行分析合作，公司投资其是为了拓宽对消费群体的研究渠道。

员等进行生产，由公司质检后将产成品入库。近年来，公司委托加工企业较为稳定，2021年贴式面膜、非贴式面膜和水乳膏霜的委托产量占公司总产量的比重为100%。公司委托加工主要采用银票进行结算，平均账期为2~3月。

受化妆品行业政策变化²等因素影响，公司从委托加工向自主生产转型，现有自主生产基地1个，系水羊智造基地，设计产能为年产贴式面膜4.49亿片，年产非贴式面膜和水乳膏霜0.89亿瓶。2022年上半年，由于水羊智造基地已于当年3月部分投产，公司整体的委托加工比例大幅下降至约50%，但仍处于较高水平；同期，公司产能利用率处于较低水平，主要系调试生产线所致。

表8：近年来公司自有品牌生产情况
(百万片/年、百万瓶/年、百万片、百万瓶、%)

产品	指标	2019	2020	2021	2022.1~6
贴式面膜	产能	32.35	--	--	224.64
	产量	403.71	375.28	334.73	82.16
	产能利用率	100.00	--	--	22.10
非贴式面膜 和水乳膏霜	产能	0.89	--	--	36.00
	产量	57.04	59.75	53.21	19.00
	产能利用率	100.00	--	--	8.89

注：2022年1~6月产能数据为半年度产能，单位为百万片/半年和百万瓶/半年；产能为自主生产产能，产量为自主生产和委托加工产量之和；产能利用率=自主生产产量/自主生产产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自有品牌采购方面，原料采购品类主要包括保湿剂和活性物，大部分通过国内采购代理商向国外原料供应商进行采购，合作的国外原料供应商包括德国巴斯夫、德国德之馨、美国陶氏、美国杜邦、法国赛比克等；小部分通过自主研发生产原料的国内供应商进行采购，多位于广东和上海区域。包装材料采购品类包括膜布、铝膜袋、瓶器和彩盒等，主要通过国内供应商进行采购，区域分布较为分散。公司自有品牌采购主要采用预付款和银票进行结算，平均账期为1~3月。

质量控制方面，公司已形成基于全流程的多交叉产品闭环质量管理机制，覆盖产品开发、上市前、

上市后的全过程，年度抽检合格率为100%；但鉴于公司委托加工产量较大且占总产量的比例较高，公司委托加工产品的质量风险仍有待关注。存货管理方面，公司通过需求评审和订单管控确定存货规模，监控销售计划执行进度，定期对存货开展清理，每季度安排人员盘点。得益于压降库存的经营策略，近年来公司的产销率保持在较高水平，自有品牌库存量呈较快下降态势，但自有品牌的存货规模仍处于较高水平，中诚信国际将持续关注公司自有品牌存货的管理情况。

表9：近年来公司自有品牌存货及产销率情况
(百万片、百万瓶、%)

产品	指标	2019	2020	2021	2022.1~6
贴式面膜	产销率	109.27	123.34	119.79	138.26
	库存量	153.88	87.90	60.19	67.32
非贴式面膜 和水乳膏霜	产销率	79.02	104.78	123.13	92.22
	库存量	55.28	30.54	16.25	16.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司委托加工比例较高，改扩建水羊智造基地有利于公司控制产品质量、保密配方；但目前公司的产能利用率处于较低水平，且投产后效益尚存不确定性。中诚信国际将持续关注水羊智造基地项目的后续推进情况及投产后对公司的影响。

公司的线上销售收入占比较高，其中第三方平台以淘系为主，自有平台收入呈较快增长态势；但流量红利见顶及网络零售市场增速放缓对公司自有平台的建设形成一定挑战

公司通过线上和线下两种渠道对外销售，线上销售收入占比较高，2021年占渠道总收入的比例为94.69%。线上销售渠道可分为第三方平台和自有平台。第三方平台以淘系为主，2021年公司通过淘系平台实现营业收入23.01亿元，占线上收入的比重为52.09%。同期，自有平台收入占线上收入的比重为7.63%，其中御泥坊APP是公司自主研发的手机移动端商城；水羊潮妆是公司官方自营的移动电商平台，2021年是支付宝美妆零售类小程序TOP1；

全方位提高。

² 2021年以来，《化妆品监督管理条例》正式实施；2022年，国家药监局发布《化妆品生产质量管理规范》，化妆品生产过程的管理标准

水羊直供是公司自主研发的线上分销业务服务平台。近年来，公司加大自有平台的拓展力度，自有平台收入呈较快增长态势，占线上收入的比重持续提升，但网络零售市场增速明显放缓对公司自有平台的建设形成一定挑战。

表 10：近年来公司销售渠道情况（亿元）

销售渠道	2019	2020	2021	2022.1~6
线上	21.51	33.48	44.17	20.04
其中：第三方平台	21.06	32.24	40.79	18.58
自有平台	0.44	1.24	3.37	1.47
线下	1.02	1.12	2.48	0.96
合计	22.53	34.60	46.64	21.01

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

线上自营模式下，公司主要通过天猫、淘宝、抖音等电商平台开设的线上旗舰店或通过自有平台直接向消费者销售商品，账期为消费者确认收货的时间；线上经销模式下，公司与京东、天猫国际直营等 B2C 电商平台签署商品买卖合同，先行将商品销售给电商平台，电商平台再将商品销售给终端消费者，采取月结、先款后货等方式，平均账期为 60 天；线上代销模式下，公司主要通过唯品会、天猫超市等电商平台向终端消费者销售商品，双方以电商平台实际销售商品和约定方式进行结算，平均账期为 10 天。2021 年，公司线上销售渠道实现总订单数 0.20 亿个，人均消费频次为 1.26。

线下自营模式下，主要通过直营店进行销售，2021 年受新冠疫情等因素影响，公司关闭 5 家门店，当期末共有 14 家门店，主要位于上海和长沙等城市；线下经销和代销模式下，公司合作客户包括屈臣氏、沃尔玛、家乐福、大润发、华润、永辉等，平均账期为 60 天。

表 11：近年来公司线下自营门店情况（家）

	2019	2020	2021	2022.1~6
御泥坊	16	17	12	10
城野医生	1	2	2	2
合计	17	19	14	12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

退换货政策方面，自营模式下，公司接受消费者在 7 天内无理由退货，2021 年退货率约为 2.04%；

经销模式下，公司在确认各经销商的产品动销情况后接受有条件退货，2021 年退货率约为 3.10%；代销模式下，公司除产品质量问题不接受退货，2021 年退货率约为 0.67%。整体来看，公司的退换货规模很小，对于退换货的管理较为严格。

战略规划及管理

公司实施“四双”的发展战略，在建项目主要为水羊智造基地，且公司加大对外投资规模，存在一定并购风险，后续投资压力及未来运营情况有待关注

公司施行“四双”的发展战略：实施“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能战略；执行“以自有品牌为核心，以自有品牌与代理品牌双业务驱动”的双业务驱动战略；建立“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态布局；力求“营收增长率行业领先、利润增长率行业领先”的双高增战略目标。

在建项目方面，截至 2022 年 6 月末公司的主要在建项目为水羊智造基地项目，建设内容为化妆品生产工厂、小分子玻尿酸生产线及泥浆制备工艺生产线等原料工厂，部分产线已于 2022 年 3 月投产，但目前产能利用率仍处于较低水平。水羊智造基地项目的计划总投资为 12.75 亿元，公司已投资 6.62 亿元，剩余资金来源于发行可转换公司债券和自有资金，并计划于 2022 年下半年、2023 年和 2024 年分别投资 2.86 亿元、2.49 亿元和 0.78 亿元，仍面临较大的投资压力。

公司 2022 年 8 月 2 日公告称全资子公司 HONG KONG YU JIA INTERNATIONAL TECHNOLOGY COMPANY LIMITED 和 JYJH LIMITED 已完成对 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 所持标的公司的 90.05% 股权及债权收购，支付价款包括 4,450 万欧元股权和 500 万欧元债权收购款。标的公司旗下拥有的化妆品品牌 EviDenS de Beauté 创立于 2007 年，产品涵盖卸妆、洁面、面霜、精华、面膜等，已在全球多个国家或地区进行业务布局，其中 50% 的营业收入来源于中国。2021 年，标的公司实现营业收

入 1,972.65 万欧元，净利润 549.23 万欧元。截至 2021 年末，标的公司净资产为 622.39 万欧元。中诚信国际关注到，该并购事项形成的商誉规模较大，且未设置业绩承诺，存在一定并购风险，根据收购协议，收购完成后，标的公司原法定代表人暨创始人将继续留任法定代表人，协助标的公司完成管理交接，并同步完善内部控制制度；公司选聘财务管理人员派驻标的公司，接管标的公司资金、财务账目等信息资料，中诚信国际将对标的公司与公司现有业务的协同情况及其对公司业绩的影响保持关注。

法人治理结构完善，内部控制和财务管理体系较为健全，日常管理规范有序

公司由股东大会履行出资人职责，下设董事会和监事会，董事会共 7 人（含 3 名独立董事）下设管理战略委员会、薪酬考核委员会、提名委员会、审计委员会和证券事务部等多个部门。经营层下设投资管理部、法律事务部、组织管理部、人力资源部、财务管理部及多个业务事业部，法人治理结构较为完善。

公司设立了较为健全的内控制度及内部规章制度体系，确保公司规范运作。资金管理方面，由公司财务管理部负责资金管理制度的起草、修订和执行工作以及负责资金收付和银行授信工作，并每天对下属子公司的资金进行归集。对外投资方面，控股子公司对外投资由公司集中管理，控股子公司确有必要进行对外投资的，需事先经公司批准后方可进行。

关联交易制度方面，公司董事会有权决定公司与关联自然人发生的金额在 30 万元以上以及与关联法人发生金额在 100 万元且占公司上一年度末经审计净资产绝对值 0.5% 以上、并且不超过 1,000 万元或者不超过公司上一年度末经审计净资产绝对值 5% 之间的关联交易；对于公司与关联人发生金额在 1,000 万元以上，且占公司上一年度末经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易（公司获

赠现金资产和提供担保除外）应提交股东大会审议。公司的关联交易方较多，其中 2021 年主要系实际控制人控股的湖南拙燕仓物流有限公司，中诚信国际将对公司关联交易情况保持关注。

分红方面，公司优先采用现金分红的利润分配方式，若公司当年实现盈利，每年度现金分红金额不低于当年实现的可供分配利润 10%，并计划 2021 年~2023 年以现金方式累计分配利润不少于此期间实现的年均可供分配利润的 30%。

审计部作为审计委员会的日常工作执行机构，负责内部控制评价的具体组织和实施工作，为加强对于子公司的监督，公司不定期向子公司派驻审计人员，对其财务及经营活动进行检查审计。另外，公司对费用控制、突发事件处理和信息披露等方面，均制定了明确的管理办法。总体来看，公司内控制度较为健全，较好地保障了公司的日常经营管理。

近年来，公司无重大生产安全事故，且环保防治设施运行状况良好，污染物达标排放，没有因环保问题受到行政处罚的情形。

财务分析

以下分析基于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 2019 年~2021 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2022 年半年度财务报表，公司财务报表均按照新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数字。中诚信国际分析时将租赁负债调整至长期债务。

盈利能力

近年来，公司综合毛利率波动上升，销售费用对利润形成一定侵蚀，经营性业务利润逐年提升；2022 年上半年受疫情反复影响，盈利水平有所下降

公司以销售面膜和水乳膏霜产品为主，近年来营业毛利率呈波动上升态势。分品类来看，受主品牌御泥坊转型升级等因素影响，贴式面膜毛利率呈持续上升态势；由于高毛利产品泥浆面膜销售良

好，非贴式面膜毛利率保持在较高水平；水乳膏霜毛利率近年来有所波动，其中2020年有所下滑，主要系部分代理品牌采购价格政策变化导致成本上升所致；随着公司渠道运营能力的提升，品牌管理服务毛利率持续增长。

表 12：近年来公司主营业务毛利率情况(%)

	2019	2020	2021	2022.1~6
面膜-贴式面膜	49.75	51.32	58.38	61.52
面膜-非贴式面膜	63.74	70.97	73.12	65.00
水乳膏霜	44.67	36.15	42.71	50.23
品牌管理服务	89.39	90.56	92.90	97.48
其他产品	7.45	34.17	72.06	65.21
营业毛利率	51.05	49.20	52.07	55.00

注：其他产品主要为化妆工具等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售费用主要为平台推广服务费和品牌宣传费，受行业特性及拓展销售渠道等因素影响，近年来公司销售费用占期间费用的比重始终保持在85%以上，且呈快速增长态势。财务费用方面，在利息费用增加、汇兑损益波动和手续费增加的影响下，公司财务费用呈增长态势。其他费用受业务规模的增长，逐年增加。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且增长较快，对公司利润形成一定侵蚀，公司对于期间费用的管控能力有待关注。

盈利能力方面，公司利润来源以经营性业务利润为主，近年来，受益于业务规模和利润空间提升，公司经营性业务利润逐年增加，EBITDA 利润率和总资产收益率呈增长态势。

2022 年上半年，受全国部分区域新冠疫情反复等因素影响，下游需求增长不及预期，公司总资产收益率和 EBITDA 利润率均同比降低，盈利水平有所下降。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~6
销售费用	10.41	14.38	20.29	9.49
管理费用	1.03	1.22	1.93	0.99
研发费用	0.44	0.48	0.66	0.43
财务费用	0.14	0.34	0.36	0.14
期间费用合计	12.01	16.41	23.25	11.04
期间费用率	49.80	44.18	46.40	50.16

经营性业务利润	0.26	1.72	2.78	1.09
资产减值损失	-0.22	-0.15	-0.11	-0.13
利润总额	0.23	1.59	2.80	0.96
EBITDA 利润率	1.98	5.12	6.26	5.65
总资产收益率	1.56	7.78	10.71	7.24*

注：1、将信用减值损失计入资产减值损失；2、加*为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司存货对资金形成一定占用，随着项目建设的推进，总资产规模和债务规模均不断增长，利润的积累使得所有者权益规模不断增长，财务杠杆水平适中

近年来，公司总资产规模随着经营规模的扩大而稳步增加，且以流动资产为主，截至2022年6月末，流动资产占总资产比重为64.76%。细分来看，货币资金规模近年来有所波动，且受限规模较小；随着业务规模的扩大，近年来应收账款与预收款项呈上升态势，其中应收账款以一年以内的为主；公司存货大多数均为库存商品，主要系代理海外品牌需要一定规模存货，主要在天猫跨境保税仓和长沙仓存储，中诚信国际将对存货对资金占用情况保持一定关注。

非流动资产方面，公司的非流动资产主要包括其他权益工具投资、固定资产、在建工程及无形资产等。公司其他权益工具投资主要为对外投资的其他公司，2021 年其规模下降主要系公司所投资的 Helijia Inc 受疫情影响，业绩亏损所致。固定资产方面，公司固定资产主要为房屋建筑物，2022 年 6 月末固定资产金额较上年末大幅增加主要系公司全球面膜智能生产基地厂房验收转固定资产所致。在建工程方面，由于公司近年来持续对全球面膜智能生产基地的建设进行投资，在建工程近年来增幅明显，2022 年 6 月末由于部分产线已经建成转固，在建工程规模明显下降。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	3.62	4.60	4.40	7.14
应收账款	1.18	2.17	2.80	3.69
预付款项	0.74	0.88	1.20	1.51

存货	7.38	6.96	7.28	8.05
流动资产合计	14.90	16.20	16.80	21.76
其他权益工具投资	1.29	1.38	1.05	1.05
固定资产	1.08	1.04	1.06	3.74
在建工程	0.04	1.74	5.01	3.47
无形资产	0.74	0.72	0.70	0.70
非流动资产合计	3.53	5.53	10.65	11.84
资产总额	18.43	21.73	27.45	33.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司负债总额亦呈扩张态势，流动负债占负债总额比重超过 75%。流动负债主要以短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款等科目构成。随着公司业务规模的扩大，资本支出的持续增加，为满足流动资金需求，公司短期借款规模持续增加。公司应付票据均为银行承兑汇票，受公司减少开具银行承兑汇票影响，近年来规模持续下降。其他应付款主要为暂未支付的推广费用及往来款等，近年来随线上销售推广投入及往来款项的增加呈上升趋势。公司非流动负债主要为长期借款，2021 年以来，公司增加了对银行长期借款的融资规模，以优化债务结构。

近年来，受益于利润的积累，公司所有者权益持续增加，其中 2021 年公司股本和资本公积增加主要系 2019 年股票期权与限制性股票激励对象部分行权及 2021 年股东大会通过新的股权激励计划所致。

资本结构方面，受债务规模增长影响，公司财务杠杆亦呈上升态势，截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率及总资本化比率分别增至 49.63% 和 40.97%，财务杠杆水平适中。分红方面，由于公司为确保正常生产经营和未来发展战略的顺利实施，为公司重大投资计划及重大现金支出提供必要的、充足的资金保障，2019~2021 年，公司不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。此外，2019 年公司实施了股份回购方案，以集中竞价方式累计回购金额 20,899.40 万元，当年已实施的回购股份金额视同现金分红金额。中诚信国际关注到，公司近年来杠杆水平持续上升，但公司目前在建项目仍有较大资金投入需求，未来公司财务杠杆或将进一步上升。

表 15：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.6
短期借款	1.52	2.60	5.23	8.11
应付票据	1.16	1.08	0.72	0.32
应付账款	2.06	2.45	1.35	1.88
其他应付款	0.75	1.02	1.11	1.25
流动负债合计	6.02	8.22	10.08	13.74
长期借款	0.24	0.00	1.29	2.82
负债合计	6.27	8.23	11.52	16.67
股本	4.11	4.11	4.12	4.12
资本公积	6.30	6.33	6.69	6.71
未分配利润	3.77	5.17	7.50	8.33
所有者权益合计	12.16	13.50	15.94	16.92
总债务	2.97	3.70	7.48	11.74
资产负债率	34.02	37.87	41.95	49.63
总资本化比率	19.62	21.51	31.93	40.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来，公司经营活动净现金流呈上升趋势，随着公司在建项目投资的增加，筹资活动净现金流入和投资活动净现金流出规模持续扩大；债务结构和获现能力有待优化

经营活动现金流方面，受业务拓展及疫情影响，公司获现能力呈下降态势，收现能力有待加强，但经营活动净现金流呈上升态势；2022 年上半年，新冠疫情反复导致应收账款账期变长及存货储备对资金的占用增加，经营活动净现金流由正转负。随着公司在建项目投资的扩大，筹资活动净现金流入和投资活动净现金流出规模呈扩大态势。

债务结构方面，公司债务以短期为主，2022 年 6 月末短期债务占总债务的比例为 75.18%，债务结构有待优化。偿债指标方面，公司 2020 年 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所增强，而 2021 年债务规模增加较多，使得 EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力有所下降，但对债务利息的覆盖能力仍相对稳定。随着公司债务规模的增加，货币资金对短期债务的覆盖能力呈下降态势。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.6
收现比	1.07	1.03	0.96	0.97
经营活动净现金流	-2.09	1.31	1.99	-0.71

投资活动净现金流	1.62	-1.75	-4.93	-1.22
筹资活动净现金流	-1.25	1.16	3.55	4.59
短期债务	2.73	3.70	6.05	8.83
长期债务	0.24	0.00	1.43	2.91
总债务/EBITDA	6.21	1.95	2.38	4.72*
EBITDA 利息保障倍数	7.98	19.39	19.58	6.35
经营活动净现金流/总债务	-0.70	0.35	0.27	-0.12*
经营活动净现金流/利息支出	-34.87	13.32	12.44	-3.61
货币资金/短期债务	1.33	1.24	0.73	0.81

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具有一定备用流动性，且股权融资渠道畅通，能对整体偿债能力提供一定支持

截至 2022 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 21.18 亿元，其中未使用额度为 8.48 亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为 A 股上市公司，公司具备直接融资渠道。

资产抵质押方面，截至 2022 年 6 月末，公司受限资产合计为 4.41 亿元，占当期末总资产的 13.13%，其中 0.52 亿元受限货币资金主要为各项保证金；其余所有权或使用权受限的资产合计 3.89 亿元，主要用于抵质押借款。且截至 2022 年 7 月 5 日，戴跃锋及其一致行动人质押 0.57 亿股公司股票，占持股比例的 32.09%，占公司总股本比例 13.96%。

或有负债方面，截至 2022 年 6 月末，公司无重大未决诉讼及对外担保。

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，2019~2022 年 7 月 15 日，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。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定水羊集团股份有限公司主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；评定“2022 年水羊集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **A⁺**。

中诚信国际关于 2022 年水羊集团股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

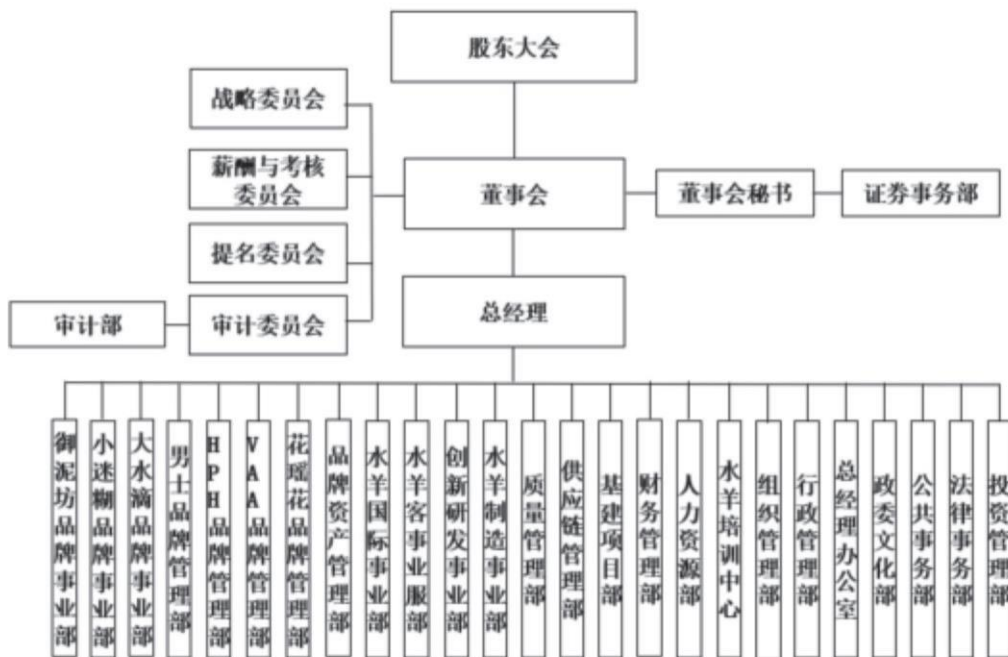
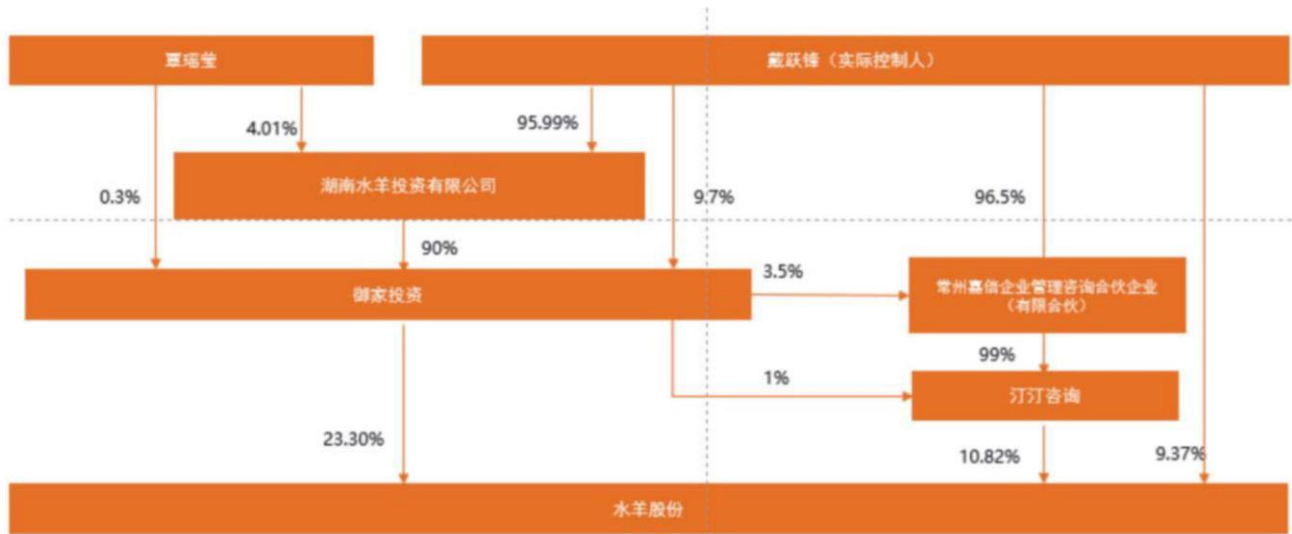
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可转换公司债券的特殊发行事项，包括但不限于转股价格向下修正条款、发行人赎回条款、债券持有人的回售条款，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据挂牌转让规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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 2022 年 6 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）	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	36,184.19	45,984.83	44,042.20	71,385.90
应收账款净额	11,775.89	21,665.89	28,007.26	36,896.58
其他应收款	1,831.55	3,215.86	4,035.11	3,993.04
存货净额	73,795.27	69,561.27	72,793.70	80,453.94
长期投资	12,940.27	14,415.34	11,054.92	11,016.45
固定资产	10,812.51	10,434.11	10,565.84	37,352.02
在建工程	402.23	17,423.99	50,079.34	34,672.46
无形资产	7,376.05	7,171.98	7,024.07	6,983.81
总资产	184,288.69	217,251.21	274,540.43	335,925.25
其他应付款	7,472.78	10,209.39	11,146.31	12,514.92
短期债务	27,284.54	36,982.76	60,499.41	88,292.71
长期债务	2,397.59	0.00	14,257.09	29,145.31
总债务	29,682.13	36,982.76	74,756.51	117,438.02
净债务	-6,502.05	-9,002.08	30,714.31	46,052.12
总负债	62,701.70	82,272.24	115,163.01	166,726.49
费用化利息支出	599.57	980.29	1,396.95	1,483.39
资本化利息支出	0.00	0.00	205.39	475.78
所有者权益合计	121,587.00	134,978.97	159,377.42	169,198.76
营业总收入	241,212.07	371,503.54	501,012.15	220,141.84
经营性业务利润	2,617.24	17,244.98	27,839.91	10,891.64
投资收益	1,423.50	378.90	1,175.59	-14.72
净利润	2,536.66	13,818.91	23,524.25	8,207.56
EBIT	2,876.20	16,910.61	29,402.86	11,053.69
EBITDA	4,783.49	19,009.25	31,375.77	12,441.54
经营活动产生现金净流量	-20,909.37	13,060.18	19,934.50	-7,077.66
投资活动产生现金净流量	16,161.63	-17,451.32	-49,279.41	-12,242.98
筹资活动产生现金净流量	-12,528.59	11,592.49	35,488.22	45,885.78
资本支出	1,934.48	21,012.47	55,042.48	8,050.26
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	51.05	49.20	52.07	55.00
期间费用率（%）	49.80	44.18	46.40	50.16
EBITDA 利润率（%）	1.98	5.12	6.26	5.65
总资产收益率（%）	1.56	7.78	10.71	7.24*
净资产收益率（%）	2.09	10.24	14.76	9.70*
流动比率（X）	2.48	1.97	1.67	1.58
速动比率（X）	1.25	1.12	0.94	1.00
存货周转率(X)	1.60	2.71	3.30	2.46*
应收账款周转率（X）	20.48	17.15	17.89	11.93*
资产负债率（%）	34.02	37.87	41.95	49.63
总资本化比率（%）	19.62	21.51	31.93	40.97
短期债务/总债务（%）	91.92	100.00	80.93	75.18
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.70	0.35	0.27	-0.12*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.77	0.35	0.33	-0.16*
经营活动净现金流/利息支出（X）	-34.87	13.32	12.44	-3.61
经调整的经营净现金流/总债务（%）	-72.37	32.52	24.59	--
总债务/EBITDA（X）	6.21	1.95	2.38	4.72*
EBITDA/短期债务（X）	0.18	0.51	0.52	0.28*
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.98	19.39	19.58	6.35
EBIT 利息保障倍数（X）	4.80	17.25	18.35	5.64

注：1、以上财务数据均按新会计准则编制；2、2022 年半年报未经审计；3、中诚信国际分析时将公司租赁负债调整至长期债务；4、带*指标已经年处理；5、由于缺乏相关数据，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
现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
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
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+其他债务调整项
总债务	=长期债务+短期债务
净债务	=总债务-货币资金
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+所有者权益合计）
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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）
营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
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
EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
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
净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
流动比率	=流动资产/流动负债
速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动)



此件与原件一致, 仅限2022年水羊集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券信用评级使用, 再次复印无效



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

此件与原件一致，仅限2022年水羊集团
股份有限公司创业板向不特定对象发行
可转换公司债券信用评级使用，再次复
印无效。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)





SAC 证券行业专业人员水平评价测试
成绩单



夏金印, 证件号码:23040419980715001X, 于2022年08月21日报考发布证券研究报告业务测试, 成绩77.5分, 达到基本要求。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn的信息一致

202208110000236634870110000



SAC 证券行业专业人员水平评价测试
成绩单



夏金印, 证件号码:23040419980715001X, 于2020年11月29日报考证券市场基本法律法规测试, 成绩71分, 达到基本要求。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn的信息一致

202012120000116974890120000



SAC 证券行业专业人员水平评价测试
成绩单



夏金印, 证件号码:23040419980715001X, 于2020年11月29日报考金融市场基础知识测试, 成绩64分, 达到基本要求。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn的信息一致

202012120000117333520120000



