



水羊集团股份有限公司 2026 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[2026]跟踪 0662 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，有效期至受评债项到期兑付日。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

2026 年 6 月 18 日

| | | |
|------------------|--|--------------------|
| 发行人及评级结果 | 水羊集团股份有限公司 | A ⁺ /稳定 |
| 跟踪债项及评级结果 | “水羊转债” | A ⁺ |
| 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。 | |
| 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”）化妆品品类丰富，拥有多个具有一定知名度的品牌且自有品牌矩阵进一步丰富，作为 A 股上市公司直接融资通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，自有国货品牌仍处于调整期，存货及应收账款规模较大等因素对公司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 | <p>可能触发评级上调因素：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。</p> <p>可能触发评级下调因素：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。</p> | |

正面

- 公司化妆品品类丰富，拥有多个具有一定知名度的品牌，跟踪期内自有品牌矩阵进一步丰富
- 作为 A 股上市公司，直接融资通道较为畅通

关注

- 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
- 公司自有国货品牌仍处于调整期，产能利用率偏低
- 公司存货及应收账款规模较大，且 2025 年计提一定减值，未来需关注存货价值的稳定性以及款项回收质量

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

主体财务概况

| 水羊股份（合并口径） | 2023 | 2024 | 2025 | 2026.3/2026.1~3 |
|-------------------|-------|-------|-------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 41.15 | 42.51 | 44.48 | 44.63 |
| 所有者权益合计（亿元） | 20.75 | 20.94 | 22.29 | 22.74 |
| 负债合计（亿元） | 20.40 | 21.57 | 22.20 | 21.89 |
| 总债务（亿元） | 14.79 | 16.93 | 15.96 | 15.64 |
| 营业总收入（亿元） | 44.93 | 42.37 | 49.77 | 11.98 |
| 净利润（亿元） | 2.99 | 1.12 | 1.48 | 0.35 |
| EBIT（亿元） | 4.00 | 1.81 | 2.08 | -- |
| EBITDA（亿元） | 4.79 | 2.98 | 3.17 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 2.62 | 2.66 | 5.71 | 0.94 |
| 营业毛利率（%） | 58.44 | 63.01 | 65.53 | 65.04 |
| 总资产收益率（%） | 10.30 | 4.34 | 4.78 | -- |
| EBIT 利润率（%） | 8.91 | 4.28 | 4.18 | -- |
| 资产负债率（%） | 49.58 | 50.73 | 49.90 | 49.04 |
| 总资本化比率（%） | 41.61 | 44.70 | 41.72 | 40.76 |
| 总债务/EBITDA（X） | 3.08 | 5.69 | 5.04 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 7.75 | 5.23 | 5.23 | -- |
| FFO/总债务（X） | 0.29 | 0.15 | 0.18 | -- |

注：1、中诚信国际根据水羊股份公开的其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 2024~2025 年财务报告以及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理。其中 2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 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

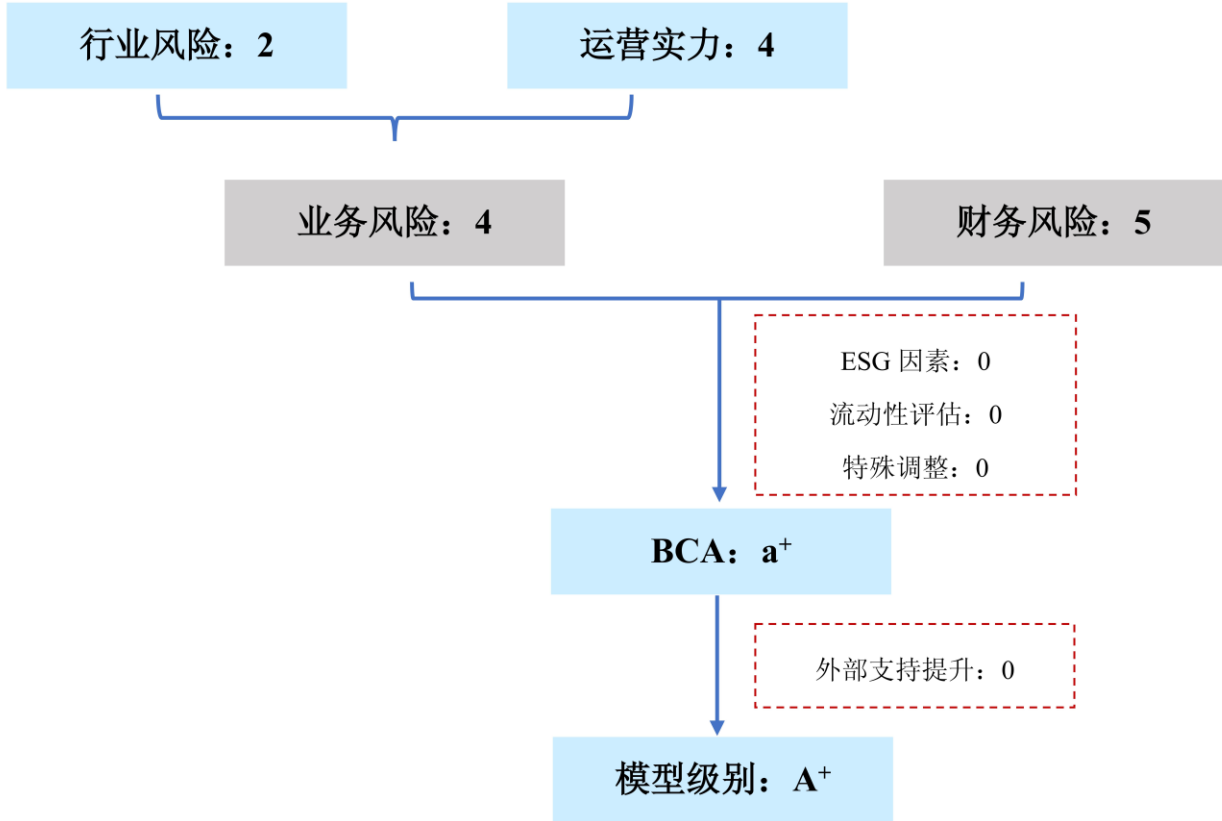
| 债项简称 | 本次债项 评级结果 | 上次债项 评级结果 | 上次评级有效 期 | 发行金额/债项余 额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|------|----------------|----------------|-----------------------|-------------------|---------------------------|------------------------|
| 水羊转债 | A ⁺ | A ⁺ | 2025/6/24 至 本报告出具日 | 6.95/6.42 | 2023/04/04~2029/ 04/04 | 回售条款、赎回条款、特 别向下修正条款 |

注：债券余额为 2026 年 6 月 1 日数据，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 ⁺ /稳定 | A ⁺ /稳定 | 2025/6/24 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_2026_1)



*行业风险得分范围为 1~5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1~7，分值越高，表现越好。

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

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。

详见《一季度经济开局良好,地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

行业概况

2025 年化妆品行业稳步复苏，市场格局正经历深度调整与重塑，市场竞争激烈，头部品牌优势凸显，尾部品牌加速出清；未来将向高端化、科技化、全球化发展，注重功效创新与个性化服务。

2025 年，美妆行业在消费修复与竞争加剧并行的环境下呈现“稳步复苏、结构分化”的特征。根据国家统计局数据，2025 年社会消费品零售总额 501,202 亿元，同比增长 3.7%，其中限额以上单位化妆品类零售额 4,653 亿元，同比增长 5.1%，行业在恢复增长的同时，也在经历深度调整。拥有优质品牌、过硬产品力以及敏锐抓住市场需求的企业能够更快适应市场竞争变化，同时随着行业监管更加严格，注重研发和合规的龙头企业优势更加明显，而依赖粗放运营的企业面临淘汰风险。目前，我国化妆品市场正从规模扩张向质量提升、从国际品牌主导向国货崛起、从单一渠道向全渠道融合的深刻变革，未来市场将更加注重创新、合规以及个性化服务。

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。从市场份额看，国际龙头仍处于中国美妆竞争格局核心位置。根据欧睿数据，2025 年中国美妆个护行业中，以美妆业务为核心的国际集团市占率前三分别为欧莱雅 14.5%、雅诗兰黛 5.2%、资生堂 2.6%，其中欧莱雅，雅诗兰黛 2025 年市占率有所提升，高端品牌如兰蔻、雅诗兰黛、海蓝之谜、赫莲娜以及专业护肤品牌修丽可、理肤泉等市场份额均有提升。虽然国货品牌过去几年持续崛起，但高端价格带、超高端护肤、香氛和高端渠道等核心阵地，外资仍保有较强优势。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。

得益于居民可支配收入持续提升、电商渠道快速渗透以及本土品牌崛起等多重因素的推动，消费趋势正从功能导向向体验导向升级。近年来，国家对化妆品产业的规范发展与结构升级高度重视。2025 年 1 月，国家药品监督管理局发布实施了《支持化妆品原料创新若干规定》，以鼓励化妆品原料创新为重点，以构建市场需求为导向的化妆品原料协同创新体系为目标，制定了优化新原料注册备案分类技术要求、推进新原料与关联产品同步申报、加强新原料创新服务和应用转化等若干规定。相关政策法规的出台，加快了淘汰劣质企业的进程，倒逼化妆品企业完善自身建设，推

动具有实力的化妆品企业进一步发展，将推动化妆品行业的高质量发展。

运营实力

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；跟踪期内，并购品牌收入贡献持续增长同时其数量进一步扩容，需持续关注各并购品牌未来的业绩表现；自有国货品牌仍处于调整期，产能利用率偏低；CP 品牌数量多，整体运营模式未发生较大变化。

跟踪期内，公司产权结构无较大变化，完成三会一层换届调整，治理架构进一步优化，战略方向较为明确。

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化。截至 2026 年 3 月末，公司股本为 3.92 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 45.77% 股份。2025 年 5 月 15 日，公司购买 Hawkins & Brimble Limited 剩余 77.12% 的股权，交易对价 500.54 万元，交易完成后公司及子公司合计持有 Hawkins & Brimble Limited 100% 股权，并将其纳入合并范围。

2025 年 8 月，公司完成三会一层换届调整，更新了部分董事，同时取消监事会，由董事会审计委员会行使原监事会的权利及义务，治理架构进一步优化。战略方面，公司持续坚持“研发赋能品牌，数字赋能组织”的双科技赋能，不断提升研发能力与数字化智能化水平、提升经营主体自主创新能力；坚持“自有品牌与 CP 品牌双业务驱动”战略，深耕国内、国际市场，进一步推动高端化、全球化布局。

跟踪期内，公司仍保持了一定的行业地位和品牌影响力，品牌结构进一步优化，并购品牌市场表现向好但个别品牌收入占比高，需关注其未来盈利稳定性以及新收购品牌的业绩表现；自有国货品牌仍处于调整期，产能利用率仍偏低，后续产能释放情况有待关注。

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、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。多年来公司已实现自有品牌体系与 CP 品牌体系两大业务体系并行发展，其中自有品牌包括“EDB”、“PA”、“RV”、“H & B”等并购品牌，以及“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”、“VAA”等国货品牌，各品牌具备一定市场知名度，初步构建了高奢、中产、国潮、大众多元的品牌体系。具体来看，2025 年“EDB”不断拓展全球市场，收入持续增长，系公司收入贡献最高的单一品牌，“PA”和“RV”中国区销售亦快速增长，但“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”等国货品牌根据市场情况整体呈收缩态势。中诚信国际认为，公司收购的高奢品牌市场表现持续向好，但目前个别品牌收入占比高，需关注其未来盈利稳定性以及新收购品牌¹未来的业绩表现。CP 品牌方面，截至 2026 年 3 月末，公司代理的海外品牌数量仍然较多，其中代理的非科赴品牌包括 KIKO、ZELENS、3LAB、

¹ 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（折合人民币约 3.35 亿元）购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的 EviDenS de Beauté SAS（以下简称“伊菲丹公司”）90.05% 的股权，交易完成后伊菲丹公司纳入公司合并报表范围，2025 年末商誉为 3.53 亿元，公司持有伊菲丹公司 100% 股权。EviDenS de Beauté SAS 旗下拥有化妆品品牌 EviDenS de Beauté，该品牌创立于 2007 年，产品涵盖卸妆、洁面、面霜、精华、面膜等日常全品类护肤产品。2024 年 10 月，公司购买 RV Skincare Holdings, Inc.（以下简称“RV 公司”）98.68% 股权，支付对价 1.96 亿元，2025 年末商誉为 1.47 亿元，公司持有 RV 公司 99.18% 的股权。RV Skincare Holdings, Inc. 拥有化妆品品牌 RV，是一个源自美国的高端科技护肤品牌，由整形外科医生 Gregory Brown 博士于 1997 年创立，以诺贝尔奖科研成果表皮生长因子（EGF）为核心技术，专注于抗衰老产品。2025 年 5 月，公司购买 Hawkins & Brimble Limited 剩余 77.12% 的股权，交易对价 500.54 万元，2025 年末商誉为 0.09 亿元，Hawkins & Brimble Limited 拥有的化妆品品牌 H&B 是英国英伦男士理容品牌，聚焦定位于资深中产和新锐白领男士人群。

Sarah Chapman 等，科赴旗下品牌包括城野医生、露得清、大宝、李施德林等，CP 品牌均具有较高品牌知名度。结算方面，CP 品牌中科赴体系的采购方式为先货后款，非科赴品牌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。

目前自有国货品牌化妆品主要是自主生产，“EDB”、“PA”、“RV”等品牌为委托加工的生产模式。自主生产方面，跟踪期内公司面膜及水乳膏霜的产能保持稳定，因公司自有国货品牌阶段性收缩，产能利用率较低，后续产能释放情况有待关注。公司注重全球化产品研发，2025 年全年公司共申请专利 38 项，授权专利 14 项，其中授权发明专利 13 项，完成了化妆品新原料“雪莲花愈伤组织提取物”的备案工作，具备不断向市场推出新产品的能力。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减少采购成本，随着公司高端品牌业务占比提升，2025 年公司原材料综合采购成本同比增长 38.68%。

销售渠道方面，跟踪期内，公司产品销售仍以线上为主，淘系业务与抖音业务收入均同比增长，其中抖音业务收入增幅达 21.70%。截至 2025 年末，公司淘系渠道网店数量 330 家，抖音渠道网店数量 94 家，销售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，近年来水羊智造基地陆续转固。截至 2026 年 3 月末，公司主要在建项目总投资额 20.75 亿元，待投资 6.99 亿元，后续投资进度公司可根据实际需要和资金情况灵活安排，资本支出压力可控。

表 1：截至 2026 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 2026 年 3 月末累计投资 |
|------------|-------|--------------------|
| 水羊智造基地 | 12.75 | 11.78 |
| 水羊股份总部基地项目 | 8.00 | 1.98 |
| 合计 | 20.75 | 13.76 |

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，公司深耕高端化、全球化战略，2025 年营收和利润均有所回升，但 2026 年一季度净利润同比下滑，未来仍需关注存货价值的稳定性以及款项回收质量；资产规模稳步增长，商誉规模有所增加，需持续关注并购品牌未来经营情况，财务杠杆有所下滑且处于适中水平，整体偿债指标表现较好。

盈利能力

公司深耕高端化、全球化战略，2025 年营收和利润均有所回升，受费用投放、减值计提等因素影响，2026 年一季度净利润同比下滑，未来需关注存货价值的稳定性以及款项回收质量。

随着“高端化、全球化”战略持续深化，公司 2025 年实现营业收入 49.77 亿元，同比增长 17.47%。其中，水乳膏霜收入占比 80.76%，是公司主要收入来源；受益于品牌及产品结构进一步优化，自

有品牌收入及占比均有所提升，水乳膏霜和面膜两类产品的毛利率均同比提升，带动公司综合毛利率持续增长。公司以平台推广服务费为主的销售费用依旧保持在较大规模，叠加 2025 年加大高端品牌的市场投放与品牌推广力度，期间费用率有所上行。综合因素影响下，公司经营性业务利润同比增长，2025 年利润总额等盈利指标有所回升。此外，公司计提减值损失和坏账损失 0.48 亿元，未来需关注存货价值的稳定性以及款项回收质量。2026 年一季度，公司实现营业收入 11.98 亿元，同比增长 10.34%，实现净利润 0.35 亿元，同比减少 16.90%，短期盈利情况仍受前期费用投放及减值等因素的影响。

资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，随着到期债务偿还，财务杠杆有所下滑且仍处于适中水平；商誉规模有所增加，需持续关注并购品牌未来经营情况。

2025 年公司资产规模小幅增长，流动资产占比 50.76%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，其中货币资金随着销售好转有所增加；存货周转率明显提升，带动公司年末存货规模小幅回落；应收账款随着销售增长相应增加，对公司营运资金形成一定占用。非流动资产方面，2025 年末公司固定资产规模随着折旧计提略有缩减，商誉增长主要来自新收购品牌“H&B”。公司负债结构仍以有息债务为主，随着到期债务偿还，2025 年末债务规模小幅下滑，其中短期债务占比 39.45%。权益结构方面，随着利润的积累，公司未分配利润稳步增长，叠加债务规模压降，2025 年末财务杠杆有所下滑。2026 年一季度，公司资产负债规模较 2025 年末略有上升，资产结构基本保持稳定，债务规模小幅收窄，财务杠杆进一步下滑。

现金流及偿债情况

跟踪期内，公司销售回款情况有所改善，经营获现能力尚可，叠加债务规模下滑，整体偿债指标表现较好。

2025 年主要由于销售情况好转，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 16.06%，经营活动现金流净流入规模明显上升。年内公司持续进行品牌并购，投资活动现金流仍为净流出。因到期债务偿付，筹资活动现金流转为净流出。2026 年一季度，公司销售回款同比增长 10.81%，经营活动产生的净现金流亦同比好转，投资、筹资活动现金流均为小幅净流出。偿债能力方面，得益于盈利指标好转以及债务规模压降，公司经营活动净现金流、EBITDA 及 FFO 等指标对债务本息的覆盖能力均有所回升。截至 2026 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 23.62 亿元，其中尚未使用额度为 13.69 亿元，拥有一定备用流动性。

表 2：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026.3/2026.1~3 |
|---------|-------|-------|-------|-----------------|
| 营业收入 | 44.93 | 42.37 | 49.77 | 11.98 |
| 营业毛利率 | 58.44 | 63.01 | 65.53 | 65.04 |
| 期间费用合计 | 22.34 | 24.91 | 30.68 | 7.29 |
| 期间费用率 | 49.73 | 58.79 | 61.64 | 60.88 |
| 经营性业务利润 | 3.90 | 1.71 | 1.85 | 0.46 |

| | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产减值损失 | -0.40 | -0.37 | -0.35 | -0.04 |
| 利润总额 | 3.47 | 1.25 | 1.48 | 0.38 |
| EBIT 利润率 | 8.91 | 4.28 | 4.18 | -- |
| 货币资金 | 5.54 | 4.77 | 6.79 | 6.97 |
| 应收账款 | 4.04 | 3.47 | 4.14 | 4.11 |
| 存货 | 7.95 | 8.30 | 7.52 | 7.32 |
| 固定资产 | 8.45 | 9.18 | 9.14 | 9.03 |
| 无形资产 | 2.60 | 2.85 | 2.78 | 2.78 |
| 商誉 | 2.95 | 4.43 | 5.08 | 4.92 |
| 资产总计 | 41.15 | 42.51 | 44.48 | 44.63 |
| 短期借款 | 2.32 | 3.53 | 3.14 | 3.13 |
| 长期借款 | 3.58 | 5.45 | 2.87 | 2.69 |
| 应付债券 | 6.15 | 6.37 | 6.35 | 6.11 |
| 负债合计 | 20.40 | 21.57 | 22.20 | 21.89 |
| 总债务 | 14.79 | 16.93 | 15.96 | 15.64 |
| 短期债务/总债务 | 33.88 | 27.60 | 39.45 | 41.56 |
| 货币等价物/短期债务 | 1.46 | 1.21 | 1.17 | 1.25 |
| 未分配利润 | 11.28 | 11.94 | 13.42 | 13.77 |
| 所有者权益合计 | 20.75 | 20.94 | 22.29 | 22.74 |
| 总资本化比率 | 41.61 | 44.70 | 41.72 | 40.76 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 41.68 | 41.42 | 48.08 | 11.48 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2.62 | 2.66 | 5.71 | 0.94 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2.81 | -3.35 | -1.41 | -0.08 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1.92 | 0.31 | -2.61 | -0.22 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 7.75 | 5.23 | 5.23 | -- |
| FFO/总债务 | 0.29 | 0.15 | 0.18 | -- |
| 总债务/EBITDA | 3.08 | 5.69 | 5.04 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2025 年末，公司受限资产合计为 9.03 亿元，占总资产比例 20.30%；其中受限货币资金为 0.80 亿元，主要是保函、保证金等；受限固定资产为 8.22 亿元，主要用于办理银行抵押贷款。

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，2025 年接受服务 1.57 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，2025 年接受服务 1.05 亿元，均未超过获批的交易额度。

截至 2025 年末，公司合并口径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，截至 2026 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²

假设

——2026 年，随着水羊股份品牌及产品结构持续优化升级，预计公司营业收入有所增长，营业毛利率或将进一步提升，经营活动净现金流维持净流入。

——2026 年，公司投融资需求可控，生产经营类投资规模不大。

预测

表 3：预测情况表（%、X）

| 重要指标 | 2024 年实际 | 2025 年实际 | 2026 年预测 |
|------------|----------|----------|----------|
| 总资本化比率 | 44.70 | 41.72 | 35~41 |
| 总债务/EBITDA | 5.69 | 5.04 | 4~5 |

资料来源：中诚信国际整理

调整项

水羊股份 ESG 表现良好，潜在 ESG 风险较小；公司流动性较好，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。

ESG³表现方面，公司环境和安全生产方面表现良好，在员工激励机制、培养体系较为健全，ESG 综合表现良好，潜在 ESG 风险不大。**流动性评估方面**，跟踪期内，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，作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。公司资金流出主要用于基地建设投资、品牌收购以及债务偿还等，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。

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 2025 年末，募集资金按照募集用途使用完毕。“水羊转债”于 2023 年 10 月 11 日起进入转股期，截至 2026 年 6 月 1 日，“水羊转债”未转股余额为 6.42 亿元，转股进度为 7.59%。2023 年以来，随着公司陆续执行 2019 年股票期权与限制性股票激励计划以及派发股利，“水羊转债”转股价经过多次调整，截至 2026 年 6 月 1 日，转股价为 13.54 元/股。

“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。

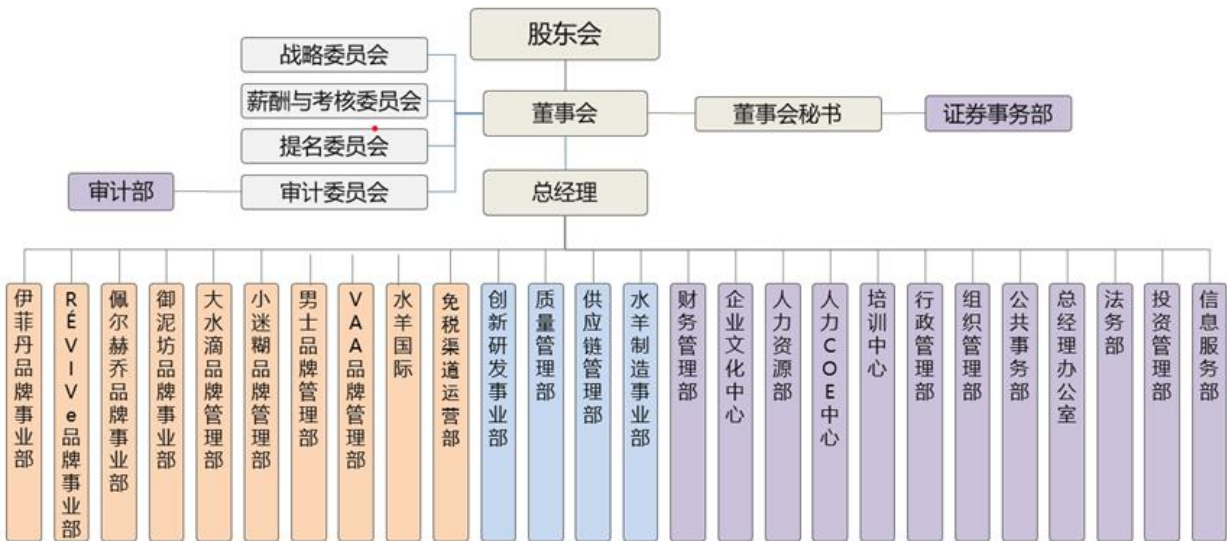
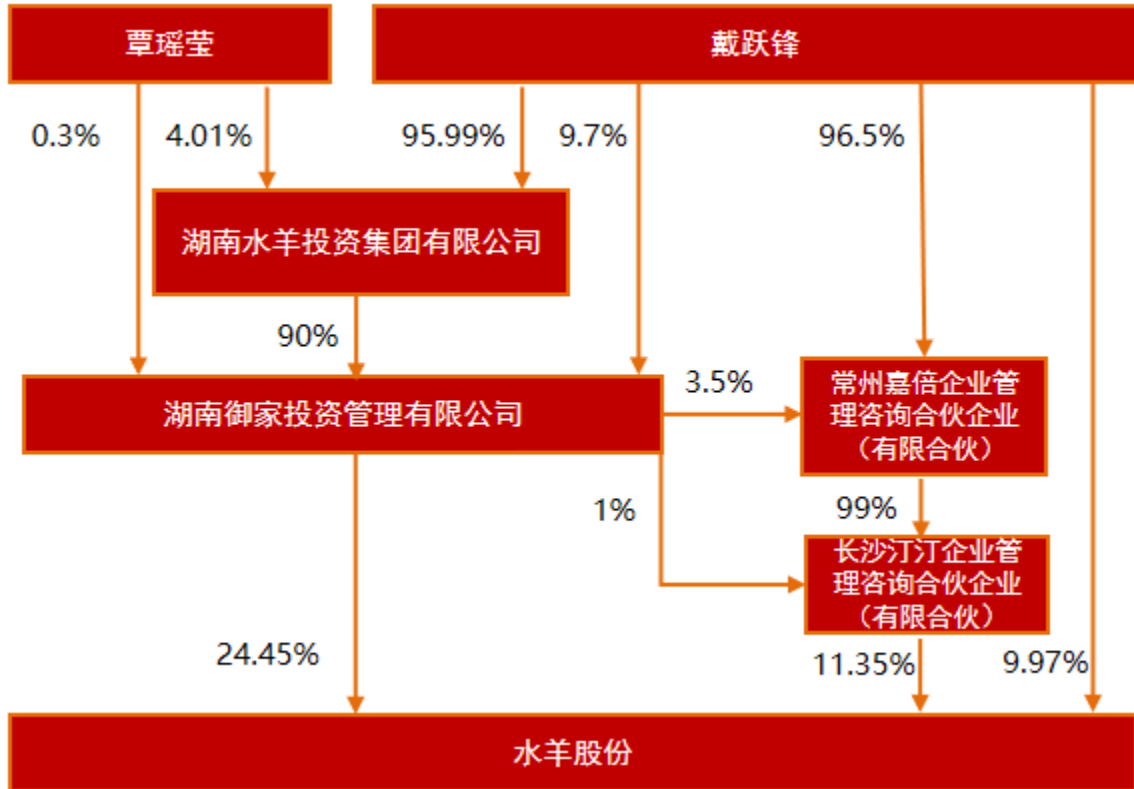
评级结论

² 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。

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。

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 2026 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） | 2023 | 2024 | 2025 | 2026.3/2026.1-3 |
|---------------------------|------------|------------|------------|-----------------|
| 货币资金 | 55,431.99 | 47,696.12 | 67,915.51 | 69,717.86 |
| 应收账款 | 40,373.51 | 34,737.83 | 41,402.83 | 41,149.84 |
| 其他应收款 | 6,211.35 | 4,742.41 | 5,124.38 | 5,296.14 |
| 存货 | 79,481.49 | 82,964.85 | 75,243.72 | 73,158.56 |
| 长期投资 | 8,052.03 | 8,871.31 | 11,894.96 | 11,872.07 |
| 固定资产 | 84,518.47 | 91,805.26 | 91,366.89 | 90,258.35 |
| 在建工程 | 1,392.35 | 1,202.11 | 1,653.15 | 1,752.94 |
| 无形资产 | 26,011.83 | 28,513.73 | 27,806.31 | 27,763.64 |
| 资产总计 | 411,497.99 | 425,110.69 | 444,830.61 | 446,271.87 |
| 其他应付款 | 8,831.46 | 13,776.73 | 27,838.44 | 24,616.71 |
| 短期债务 | 50,094.80 | 46,717.17 | 62,935.97 | 65,008.96 |
| 长期债务 | 97,771.00 | 122,542.33 | 96,616.08 | 91,426.93 |
| 总债务 | 147,865.80 | 169,259.49 | 159,552.04 | 156,435.89 |
| 净债务 | 100,694.97 | 125,829.66 | 99,660.83 | 90,896.48 |
| 负债合计 | 204,014.71 | 215,671.76 | 221,964.38 | 218,870.80 |
| 所有者权益合计 | 207,483.29 | 209,438.93 | 222,866.23 | 227,401.07 |
| 利息支出 | 6,189.65 | 5,690.00 | 6,050.30 | -- |
| 营业总收入 | 449,310.64 | 423,722.89 | 497,727.65 | 119,758.98 |
| 经营性业务利润 | 39,011.86 | 17,132.88 | 18,474.29 | 4,585.60 |
| 投资收益 | 1,589.16 | -1,507.20 | 407.53 | 18.36 |
| 净利润 | 29,875.16 | 11,163.44 | 14,806.50 | 3,484.90 |
| EBIT | 40,037.44 | 18,148.01 | 20,801.66 | -- |
| EBITDA | 47,948.20 | 29,772.06 | 31,671.66 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 26,190.31 | 26,565.57 | 57,100.49 | 9,371.24 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -28,109.05 | -33,542.48 | -14,088.13 | -752.94 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 19,150.62 | 3,091.59 | -26,137.48 | -2,217.83 |
| 财务指标 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026.3/2026.1-3 |
| 营业毛利率（%） | 58.44 | 63.01 | 65.53 | 65.04 |
| 期间费用率（%） | 49.73 | 58.79 | 61.64 | 60.88 |
| EBIT 利润率（%） | 8.91 | 4.28 | 4.18 | -- |
| 总资产收益率（%） | 10.30 | 4.34 | 4.78 | -- |
| 流动比率（X） | 2.21 | 2.38 | 1.86 | 1.85 |
| 速动比率（X） | 1.45 | 1.46 | 1.24 | 1.26 |
| 存货周转率（X） | 2.21 | 1.93 | 2.17 | 2.26* |
| 应收账款周转率（X） | 12.34 | 11.28 | 13.07 | 11.61* |
| 资产负债率（%） | 49.58 | 50.73 | 49.90 | 49.04 |
| 总资本化比率（%） | 41.61 | 44.70 | 41.72 | 40.76 |
| 短期债务/总债务（%） | 33.88 | 27.60 | 39.45 | 41.56 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X） | 0.15 | 0.14 | 0.34 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | 0.45 | 0.50 | 0.85 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 4.23 | 4.67 | 9.44 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 3.08 | 5.69 | 5.04 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.96 | 0.64 | 0.50 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 7.75 | 5.23 | 5.23 | -- |
| EBIT 利息保障倍数（X） | 6.47 | 3.19 | 3.44 | -- |
| FFO/总债务（X） | 0.29 | 0.15 | 0.18 | -- |

注：1、2026 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因缺少 2026 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 |
| 经营效率 | 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) |
| | 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 |
| | 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[2023]65 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