



# 安徽开润股份有限公司

## 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 0778 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](http://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 21 日

本次跟踪发行人及评级结果

安徽开润股份有限公司

A<sup>+</sup>/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“开润转债”

A<sup>+</sup>

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于安徽开润股份有限公司（以下简称“开润股份”或“公司”）代工制造业务规模大幅增长；下游客户多为知名企业，客户资源优质及产能规模持续扩张等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司营业毛利率明显下滑，主业盈利能力弱化；客户集中度仍很高，对下游议价能力一般及债务规模持续增长等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，安徽开润股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 评级因素

**可能触发评级上调因素：**资本实力持续增强，行业地位大幅提升、收入水平大幅上升，盈利能力大幅上升且具有持续性。

**可能触发评级下调因素：**优质客户大幅流失、盈利能力持续大幅下滑，债务水平持续大幅攀升，流动性压力加大。

#### 正面

- 受益于新老客户拓展，代工制造业务规模大幅增长
- 下游客户多为知名企业，客户资源优质
- 印尼、滁州产能均在扩建中，产能规模持续扩张

#### 关注

- 跟踪期内营业毛利率明显下滑，主业盈利能力弱化
- 客户集中度仍很高，对下游议价能力一般
- 经营获现能力有待提升

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

开润股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	30.32	35.13	35.16	34.03
所有者权益合计（亿元）	16.36	17.31	17.67	18.23
总负债（亿元）	13.97	17.81	17.49	15.81
总债务（亿元）	7.39	10.73	11.61	10.43
营业总收入（亿元）	19.44	22.89	27.41	7.40
净利润（亿元）	0.66	1.73	0.55	0.33
EBIT（亿元）	1.04	2.17	1.33	--
EBITDA（亿元）	1.43	2.77	1.95	--
经营活动净现金流（亿元）	1.34	0.47	1.07	1.12
营业毛利率(%)	28.48	26.58	21.63	21.75
总资产收益率(%)	3.43	6.62	3.79	--
EBIT 利润率(%)	5.35	9.47	4.86	--
资产负债率(%)	46.06	50.71	49.74	46.44
总资本化比率(%)	31.13	38.26	39.65	36.39
总债务/EBITDA(X)	5.18	3.88	5.95	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.75	7.31	4.33	--
FFO/总债务(X)	0.19	0.15	0.20	--

注：1、中诚信国际根据开润股份提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。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；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债、其他应付款、长期应付款中的带息债务，并将租赁负债计入总债务。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主要产品及产能	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	EBIT 利润率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务 /EBITDA(X)
际华集团	职业装及各类服装 10,058 万套件/年、职业鞋靴 3,940 万双/年	154.36	2.27	2.03	15.56	4.26
开润股份	旅行箱及包袋 3,973 万件/年	27.41	0.55	4.86	39.65	5.95

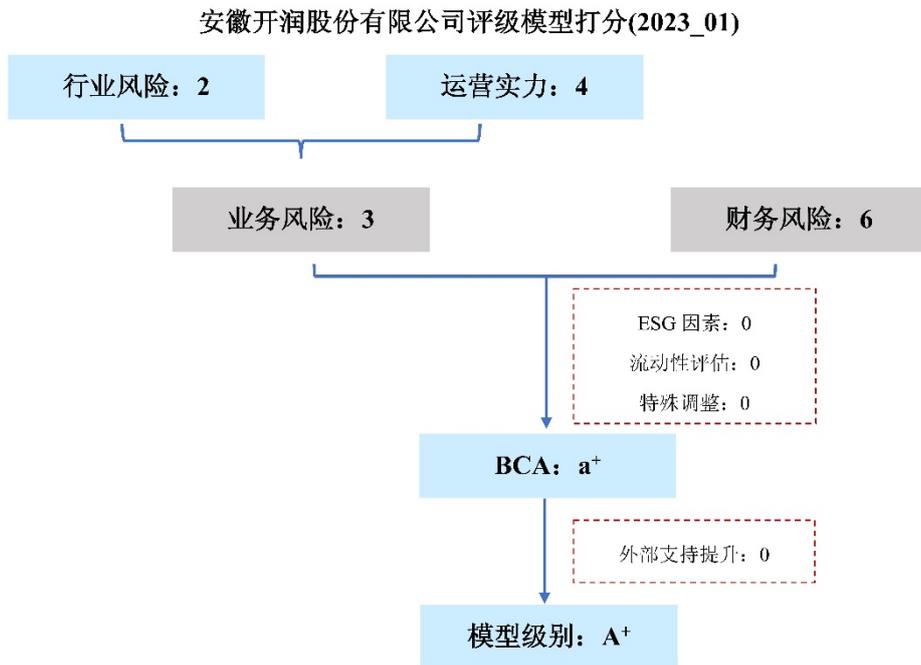
中诚信国际认为，开润股份主要从事箱包代工制造和品牌运营两大主业，与同行业相比，开润股份业务规模较小，但市场化程度较高，面临的市场竞争更为激烈，海外市场订单占比高，拥有较为优质的客户资源，客户集中度较高，但与下游议价能力一般。公司经营获现能力较弱，盈利能力有待提升；短期债务占比较高，债务结构有待优化，财务杠杆处于行业一般水平。

注：“际华集团”为“际华集团股份有限公司”简称。

## 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
开润转债	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	2022/6/24	2.23	2.22	2019/12/26~2025/12/26	有条件赎回、 有条件回售

## 评级模型



## 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:

开润股份属于纺织服装行业，中诚信国际对中国纺织服装行业风险评估为较高；开润股份业务多样性一般，其代工业务具有较为优质的客户资源，客户集中度较高，但与下游客户议价能力一般，业务风险评估为较高。

### ■ 财务风险:

2022 年以来，开润股份营业收入规模保持增长，但盈利能力有所下滑，经营获现能力仍较弱，总债务规模小幅增长，债务结构有待优化，财务杠杆仍处于行业一般水平，银行授信储备可对流动性形成一定支撑，整体偿债能力尚可，财务风险评估为很低。

### ■ 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开润股份个体基础信用等级无影响，开润股份具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和很低的财务风险。

### ■ 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

“开润转债”实际募集资金净额为 2.17 亿元。根据公司于 2022 年 11 月发布的《关于调整 2019 年公开发行可转换公司债券部分募集资金投资项目名称、实施主体、实施内容的公告》，公司将“滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目”调整为“滁州软包与服装制造项目”。截至 2023 年 3 月末，已使用募集资金为 1.85 亿元。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集用途	募集资金	已使用资金	募集用途是否变更
开润转债	滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目 (现已调整为“滁州软包与服装制造项目”)	1.50	1.18	是
	补充流动资金	0.67	0.67	否
合计		2.17	1.85	--

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

**中诚信国际认为，受不可抗力因素影响，2022 年旅游行业仍处于低位运行阶段，对箱包行业造成冲击，但 2023 年国内旅游市场有望迎来恢复性增长，箱包龙头企业综合竞争实力有望进一步提升。**

### 旅游

旅游业是我国第三产业的主要支柱行业，其固有的消费特性使得其受宏观经济政策及外部环境波动影响大，近年来国内旅游收入占 GDP 的比例持续处于较低水平。国内旅游方面，2022 年以来，在多重因素影响下游客出行顾虑增加，旅游行业处于低位运行阶段，根据国内旅游抽样调查统计结果，2022 年国内旅游总人次 25.30 亿，比 2021 年同期减少 7.16 亿；旅游总消费 2.04 万亿元，比 2021 年减少 0.87 万亿元。从 2022 年旅游市场发展特点来看，考虑到便利性和可控性，1~2 天的本地游和周边游占比迅速增加，81.24% 的国内旅游流动表现为省内旅游流动。进入 2023 年，国内旅游业复苏势头强劲，2023 年一季度及五一假期，全国国内旅游出游 12.16 亿人次和 274 百万人次，同比增长 46.5% 和 70.83%，其中，五一假期出游人数按可比口径较 2019 年同比增长 119%；实现国内旅游收入 1.3 万亿元和 1,480.56 亿元，同比增长 69.5% 和 128.9%，其中，五一假期出游收入恢复至 2019 年同期的 100.66%。跨境游方面，2022 年上半年，入境旅游市场仍处于低位运行状态，商务等事务性旅行是入境旅游市场的主力，2022 年下半年，随着入境政策的放宽及国际航班的持续恢复，我国主要入境客源市场的需求有所回暖。进入 2023 年，我国全面开放入境政策并有序恢复公民出境游，入境旅游市场有望触底反弹，出现恢复性成长，但国际航班数量需要一定恢复期，且旅游业就业恢复情况以及供应链重建等限制亦使跨境旅游全面复苏需要更长的时间周期。

详见《中国旅游行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9751>

### 箱包

箱包与出行市场强相关，2022 年以来旅游行业低位运行对箱包行业造成较大冲击，但客观上也有助于落后产能的淘汰和行业集中度的提升。长远来看，随着国内旅游和入境旅游市场的逐步恢复，全球出行及箱包市场空间仍然较大，根据欧睿数据，预计 2023 年全球箱包市场规模将达到 1,665 亿美元，同比增长 9.41%；中国箱包市场规模将达到 2,469 亿元人民币，同比增长 10.13%。

我国箱包市场整体上呈现出市场容量大，但市场化程度高、竞争激烈、品牌集中度低的特点。根据中研网数据，中国箱包产量已占全球 70% 以上的份额，箱包生产量和出口量均居世界首位，且有 2 万多家箱包生产企业。但我国还只是生产大国，自主品牌输出力不足，成熟大品牌稀缺，结合自身研发设计制造优势，打造自主箱包品牌是中国箱包企业进一步发展的必然趋势。中诚信国际认为，尽管旅游业低位运行对箱包行业造成冲击，但有利于箱包行业落后产能的出清，提升行业的集中度，随着 2023 年以来旅游出行的复苏，龙头企业综合竞争实力有望进一步提升。

**中诚信国际认为，开润股份客户资源较为优质，但客户集中度仍然很高；跟踪期内，公司产能规模持续扩张，投资进度和产能释放情况值得关注；海外新老客户拓展带动公司产品产销量同比增长，但国内市场需求仍存**

## 在下行压力。

公司业务以箱包产品代工制造和品牌经营业务为主，业务多元化水平一般。跟踪期内，公司部分产线投产，产能持续扩张。

公司业务可划分为代工制造业务和品牌经营业务，代工制造业务主要为品牌商提供包袋 ODM 和 OEM 贴牌服务，主要采用自主生产模式；品牌经营业务主要是小米的箱包产品，和自有品牌“90分”产品的研发、设计、生产与销售，主要采用 OEM 外协加工模式；此外，2022 年公司新拓展部分服装代工制造客户，目前产生的收入规模较小。

自主产能方面，截至 2022 年末，公司生产基地主要分布在中国滁州、印度和印度尼西亚，自主生产产品主要为旅行箱和包袋。2022 年以来，随着出行产业园项目和印尼产业园项目工程进度的推进，公司旅行箱和包袋产能分别增长至 125 万件/年及 3,847 万件/年，产能增幅分别为 2.46%和 50.86%，其中为满足客户订单快速增长的需求，包袋产能增幅较大。

公司在建项目主要包括出行产业园项目、印尼产业园项目及信息化建设项目。其中出行产业园项目包括滁州米润科技有限公司时尚女包工厂项目和滁州软包与服装制造项目，部分产线已经建成；而印尼产业园项目分为两期建设，目前一期已全部达产，二期将于 2023 年下半年逐步达产。截至 2023 年 3 月末，公司在建项目未来仍需投资金额为 1.34 亿元。上述项目的投资资金主要来自发行可转换债券和非公开发行股票募集资金，投资压力相对可控。

表 2：截至 2023 年 3 月末公司在建工程（单位：亿元）

项目名称	计划投产时间	截至 2023 年 3 月末已投资	项目投资计划	
			2023.4~12	2024
出行产业园项目	2023/12/31	1.73	0.16	0
印尼产业园项目	2023/12/31	2.24	0.69	0.06
信息化建设	2024/06/30	0.07	0.33	0.10
合计	--	4.04	1.18	0.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时公司采购外部产成品，经过多年发展，公司与安徽、浙江、广东等地的诸多箱包生产企业保持了稳定的合作关系，能够较好地支撑公司自主品牌业务快速发展的生产需求。2022 年公司向前五大供应商合计采购金额为 5.49 亿元，占采购总额的比例为 24.70%，其中第一名供应商为关联方上海嘉乐股份有限公司（以下简称“上海嘉乐”），供应商集中度同比有所上升。结算方面，公司与供应商主要以银行转账和承兑汇票方式结算，结算周期为 2 至 3 个月，结算方式未发生改变。

表 3：2022 年公司前五大供应商情况（万元、%）

供应商名称	商品种类	采购金额	占比
供应商一	成衣	22,316.11	10.04
供应商二	旅行箱	11,435.36	5.14
供应商三	包袋	9,769.21	4.39
供应商四	旅行箱	7,891.34	3.55
供应商五	包袋	3,507.87	1.58
合计	--	54,919.88	24.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司全资子公司滁州米润科技有限公司（以下简称“滁州米润”）投资参股了上海嘉乐，产品品类从箱包领域延伸至行业规模更大的纺织服装及面料生产制造领域。上海嘉乐主营业务为服装面料的设计、生产和销售，为优衣库在中国的主要供应商之一。跟踪期内，受停工停产、原材料价格上涨及前期大量投入等因素影响，2022 年上海嘉乐实现营业收入 10.13 亿元，实现净利润 -0.67 亿元，中诚信国际将对上海嘉乐未来业绩的恢复情况保持关注。

**公司客户主要为大型知名企业，跟踪期内，公司客户资源持续拓展，但客户集中度仍很高；海外新老客户拓展带动公司产品产销量同比增长，但国内市场需求仍存在下行压力。**

产销量方面，2022 年以来，受益于公司新客户拓展工作加速推进，业务订单量显著提升，当期主要产品产销量均同比提升。且随着公司在建生产线的陆续投产，公司主要产品自主产量均有大幅提升，其中旅行箱产品产能利用率提升较多，包袋产品产能释放仍保持在较高水平。

表 4：近年来公司主要产品产能及产销情况（万件/年、万件、%）

产品	项目	2020	2021	2022
旅行箱	自产产能	95	122	125
	自产产量	54	97	118
	产能利用率	57	80	94
	总产量	194	206	196
	销量	196	200	237
包袋	自产产能	2,003	2,550	3,847
	自产产量	1,775	2,172	3,381
	产能利用率	89	85	88
	总产量	4,067	4,139	4,871
	销量	3,812	4,117	4,593

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分具体业务模式来看，代工制造业务方面，公司与耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、VF 集团、PUMA 等品牌商建立了长期合作关系，同时公司在跟踪期内拓展了 The North Face、Thule、The Home Depot 等优质新客户，客户不断丰富，2022 年，公司获得了迪卡侬质量体系和社会体系自主化项目的全球首家双认证的箱包供应商，同时受益于老客户合作关系深化、订单持续放量以及新拓客户带来增量订单的共同推动，代工制造业务实现收入 21.98 亿元，同比增加 50.09%。品牌经营业务方面，2022 年以来，在市场终端需求整体下滑的背景下，公司主动收缩优化渠道布局、降本增效，当期品牌经营业务实现收入 5.13 亿元，同比下降 32.11%，但渠道运营、获客等成本仍然较高，业务运营业绩面临压力。

从海内外销售收入来看，2022 年以来，受益于海外老客户合作关系深化及新客户拓展，海外客户订单持续放量，公司实现海外销售收入 21.09 亿元，同比增长 42.01%；同期，因市场下行压力对品牌经营业务造成较大影响，公司实现国内销售收入 6.32 亿元，同比减少 21.37%。**中诚信国际关注到**，公司销售收入大部分来自海外，国内市场需求恢复缓慢，未来海外市场高增长态势的延续和国内市场需求的恢复情况值得关注。从公司产品的销售价格来看，受原材料上涨影响，公司包袋和旅行箱产品价格 2022 年以来均有所上升。2022 年公司前五大销售客户销售金额合计占总销售金额的比例为 56.63%，同比略有上升，集中度仍较高，对下游议价能力一般。

表 5：公司主要产品价格情况（元/件、元/只）

产品名称	2019	2020	2021	2022.1-3
旅行箱	253.99	215.99	224.11	224.74
包袋	28.91	34.63	35.60	35.18

注：价格不含税。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：2022 年公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户名称	产品种类	销售金额	占比
客户一	包袋	54,633.91	19.93
客户二	包袋	39,030.76	14.24
客户三	包袋	22,717.61	8.29
客户四	旅行箱、包袋	21,707.67	7.92
客户五	包袋	17,128.50	6.25
合计	--	155,218.45	56.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代工业务结算方面，公司一般给予各品牌商 45~90 天信用期，货款通过电汇和银行承兑汇票方式结算。品牌经营的结算周期及方式方面，公司与下游客户结算以电汇为主，并根据不同客户给予不同的信用账期，其中小米科技有限责任公司（以下简称“小米科技”）在公司箱包成本的基础上核定合理的利润，并按此价格与公司结算，交货后在约定期限内先基于货品成本结算货款；同时，小米科技实现销售后，将销售与采购价差并扣除相关费用后的一定比例作为利润分成给公司，跟踪期内公司与小米科技的结算模式和周期未发生变化。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内公司营业收入规模持续增长，但主营业务盈利能力弱化，非经常性损益对主营业务利润造成一定侵蚀，需关注未来业绩恢复情况；公司资产及负债规模保持稳定，债务规模小幅上升，债务结构有待优化；经营获现能力仍较弱，偿债指标整体有所弱化。**

*跟踪期内，公司营业收入规模进一步增长但毛利率水平下降，费用管控能力有所提升，非经常性损益对主营业务利润造成一定侵蚀，需关注未来业绩恢复情况。*

营业收入方面，2022 年，新老客户的拓展深化以及海外需求的增长推动公司代工制造业务订单增长，旅行箱和包袋销售收入均有所上升，同时公司新拓展服装代工制造业务，带动其他业务销售收入显著提升。综合影响下，公司销售收入同比提升 19.75%，其中海外销售占比由 64.87% 提升至 76.94%，占比较高。毛利率方面，受原材料价格波动及短期客户结构调整影响，2022 年公司代工制造的包袋产品毛利率同比下降；同期，受公司加大品牌经营业务促销力度及渠道结构调整等因素影响，旅行箱产品毛利率亦同比下滑；其他业务毛利率大幅下降主要系其新拓业务以海外销售为主，物流等成本增加较多所致。综合来看，2022 年公司综合毛利率同比下降。2023 年一季度，公司实现收入 7.40 亿元，受益于旅游及出行活动逐步恢复带动订单量增多，同比有所上升；毛利率为 21.75%，同比有所下降。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（万元、%）

产品名称	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率

旅行箱	42,272.13	27.06	44,822.37	26.83	53,655.98	24.29
包袋	131,997.37	28.94	146,570.08	27.77	173,499.23	24.46
其他业务	20,111.92	28.45	37,504.08	21.63	46,944.00	8.10
<b>营业总收入/ 营业毛利率</b>	<b>194,381.43</b>	<b>28.48</b>	<b>228,896.52</b>	<b>26.58</b>	<b>274,099.21</b>	<b>21.63</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2022 年受市场需求波动影响，公式减少线上平台营销投入，销售费用同比减少；同期，管理费用同比上升，主要系代工制造业务收入大幅增长，管理人员薪资及股权激励等费用上升；因汇兑收益增加，当期财务费用有所减少。受上述因素的影响，2022 年公司的期间费用同比减少，加之营业总收入提升，期间费用率明显下降。2023 年一季度，公司期间费用率仍保持下降态势，但总体来看，公司费用管控能力仍有待提升。

利润方面，2022 年公司的利润仍以经营性业务利润为主，受益于费用管控能力提升，当期经营性业务利润同比小幅增加，但因远期结售汇业务形成的公允价值变动损失和参投合伙企业投资项目亏损增大，公司公允价值变动收益和投资收益均对利润造成一定侵蚀；此外，因当期计提存货跌价及固定资产减值金额较大，资产减值损失亦同比提升。整体来看，2022 年公司主业盈利能力上升，但非经常性损益拉低利润水平，EBIT 利润率等盈利指标呈下降态势，需关注未来业绩恢复情况。2023 年一季度，公司实现净利润 0.33 亿元，同比减少 25.11%；实现归母扣非净利润 0.35 亿元，同比增加 179.99%。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	2.16	2.69	1.90	0.48
管理费用	1.65	1.70	1.99	0.46
研发费用	0.73	0.63	0.57	0.13
财务费用	0.25	0.31	0.21	0.12
期间费用率	24.61	23.29	16.98	16.00
经营性业务利润	0.87	1.57	1.69	0.43
资产减值损失	0.18	0.11	0.28	0.01
信用减值损失	0.01	0.06	0.02	0.04
公允价值变动收益	0.01	0.24	-0.10	0.00
投资收益	0.15	0.33	-0.44	0.00
利润总额	0.84	1.95	0.79	0.39
EBIT	1.04	2.17	1.33	--
EBIT 利润率	5.35	9.47	4.86	--

注：资产减值损失和信用减值损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司资产及负债规模保持稳定；债务规模小幅上升，且短期债务占比上升，债务结构有待优化。**

2022 年以来公司总资产规模保持稳定，其中流动资产主要包括货币资金、应收账款及存货等，非流动资产主要为固定资产和长期股权投资等。2022 年，由于公司推进募投项目建设，货币资金规模同比下降，其中货币资金受限金额为 0.49 亿元，主要为银行承兑汇票和信用证保证金；随当期业务规模扩大，存货同比小幅提升；同期，公司应收账款前五名客户占总应收账款比例为 33.67%，因当期公司拓展部分新客户，集中度同比有所下降但仍处于较高水平，虽公司下游客户行业知名

度较高，付款状况良好，但仍需关注未来应收账款周转情况；存货规模随业务规模扩大而小幅增长，但存货周转率同比提升；因当期出行产业园及印尼产业园项目部分完工，固定资产保持增长。

公司负债以有息债务和应付账款为主，2022 年以来整体规模基本保持稳定。有息债务方面，2022 年公司总债务规模随业务规模扩大而小幅增长，其中因部分长期借款转入一年内到期的非流动负债，短期债务占比明显升高，债务结构有待优化。2023 年 1~3 月，公司有息债务规模为 10.43 亿元，较 2022 年末小幅下降。2022 年，受益于利润累积，所有者权益规模有所提升，但受债务规模增长的影响，总资本化比率略有上升。

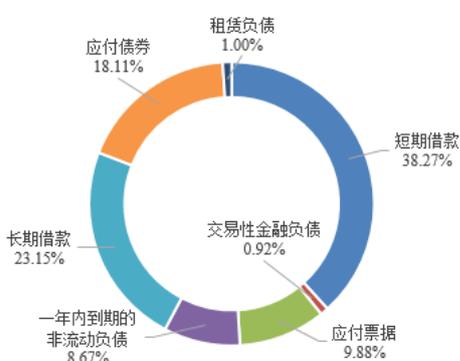
表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	10.53	8.48	6.79	6.36
交易性金融资产	0.76	0.40	0.90	0.91
应收账款	3.83	4.77	4.79	5.02
预付款项	0.18	0.27	0.14	0.17
其他应收款	0.26	0.24	0.20	0.20
存货	3.89	5.33	6.00	4.85
长期股权投资	4.27	6.78	6.41	6.42
固定资产	2.23	2.22	4.41	4.49
<b>总资产</b>	<b>30.32</b>	<b>35.13</b>	<b>35.16</b>	<b>34.03</b>
应付账款	4.32	4.77	3.62	2.88
其他应付款	0.14	0.32	0.36	0.37
<b>总负债</b>	<b>13.97</b>	<b>17.81</b>	<b>17.49</b>	<b>15.81</b>
短期债务	5.77	7.04	8.92	6.02
<b>总债务</b>	<b>7.39</b>	<b>10.73</b>	<b>11.61</b>	<b>10.43</b>
资本公积	7.22	7.02	7.15	7.19
未分配利润	5.52	7.07	7.28	7.63
少数股东权益	0.55	0.45	0.54	0.53
<b>所有者权益</b>	<b>16.36</b>	<b>17.31</b>	<b>17.67</b>	<b>18.23</b>
资产负债率	46.06	50.71	49.74	46.44
总资本化比率	31.13	38.26	39.65	36.39
存货周转率	3.57	3.64	3.79	4.27*
应收账款周转率	5.07	5.32	5.73	6.04*

注：带\*指标已年化处理；2020 年存货周转率、应收账款周转率未采用均值计算。

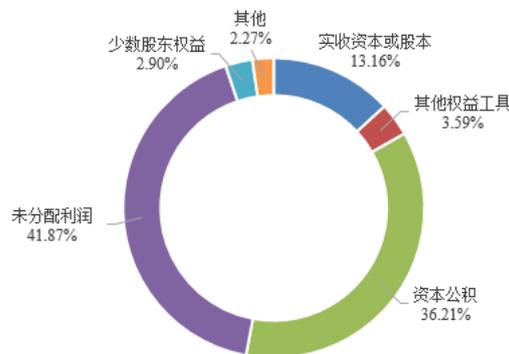
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

### 2022 年公司经营获现能力仍较弱，偿债指标整体有所弱化。

经营活动方面，2022 年，因当期销售商品及税费返还收到的现金流增加，经营活动净现金流同比有所提升；2022 年公司投资支出主要为推进募投项目建设进度，其他对外投资活动有所减少，投资活动现金流出规模收窄；筹资活动方面，由于 2022 年公司新增债务规模较小，筹资活动现金流小幅流出。2023 年一季度，因当期收入同比增加及结算周期等因素影响，经营活动净现金流入规模较大。

偿债指标方面，2022 年以来非受限货币资金对短期债务覆盖水平较低，同时因盈利能力弱化，EBITDA 对债务本息的覆盖能力亦有所下降。此外，2022 年营运资本的增长规模较大，使得 FFO 对总债务的覆盖倍数上升。整体来看，2022 年以来公司整体偿债指标有所弱化。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	1.34	0.47	1.07	1.12
投资活动净现金流	-6.28	-4.36	-2.26	-0.40
筹资活动净现金流	11.80	1.57	-0.31	-0.89
非受限货币资金/短期债务	1.76	1.11	0.71	1.02
总债务/EBITDA	5.18	3.88	5.95	--
EBITDA 利息覆盖倍数	5.75	7.31	4.33	--
FFO/总债务	0.19	0.15	0.20	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 0.23 亿元，均为货币资金，占期末总资产比重为 0.68%，主要作为票据及信用证保证金。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对合并范围以外的对外担保。未决诉讼方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对运营产生影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

**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 2023 年 5 月 17 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。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>1</sup>

### 假设

- 2023 年，预计开润股份业务规模将保持增长态势。
- 2023 年，随着开润股份业务规模的扩大，总债务规模将同比略有增长。
- 2023 年，随着开润股份在建工程项目的持续推进，仍将保持一定资本支出规模。

### 预测

表 11：预测情况表

<sup>1</sup> 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人的未来实际经营情况可能存在差异。

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率 (%)	38.26	39.65	39~39.5
总债务/EBITDA (X)	3.88	5.95	4.9~5.5

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，开润股份未来资本支出规模较小，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

公司经营获现能力较弱，截至 2023 年 3 月末，货币资金规模有所下降，其中非受限货币资金 6.13 亿元；同期末，公司共获得银行授信总额 21.01 亿元，其中未使用授信额度为 12.88 亿元，具备一定的财务弹性。公司债务主要由银行贷款和公开发行债券等构成，2022 年以来部分长期借款临近到期，短期债务占比上升。此外，公司为 A 股上市公司，具有股权融资渠道。整体来看，公司流动性尚可，但面临一定短期偿债压力。

公司资金流出主要用于代工制造及品牌运营业务的开展、在建项目的投入和债务的还本付息，近年来公司持续推进产能扩建项目的投入，但已完成大部分投资，预计未来资本开支规模较小。此外，2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的平均现金支出为 0.51 亿元<sup>2</sup>。综上所述，公司未来资本支出压力较小，同时由于公司银企关系良好，部分到期的短期借款可实现正常接续，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

**表 12：截至 2023 年 3 月末公司主要债务构成及到期分布情况（亿元）**

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后
<b>合并口径</b>	<b>4.78</b>	<b>0.54</b>	<b>1.97</b>	<b>0.06</b>
银行融资	4.78	0.54	0.08	0.06
公开债务	--	--	1.89	--
<b>本部口径</b>	<b>4.51</b>	<b>0.54</b>	<b>1.97</b>	<b>0.06</b>
银行融资	4.51	0.54	0.08	0.06
公开债务	--	--	1.89	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度较完善，目前公司 ESG 优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小。**

环境方面，公司持续改进和完善公司环境管理体系，并建立环境事故应急机制，制定并发布了《废弃物控制程序》、《噪音监测管理制度》等多项内部政策文件。能源管理方面，公司滁州工程通过 ENMS 能源消耗监控系统，对能源消耗以及碳排放进行实时跟踪和监测，并不断提升清洁能源使用率，2022 年光伏发电同比增长 19.6%。废弃物管理方面，公司制定了《废弃物控制程序》，各部门按规定对废弃物进行识别、分类收集、贮存、运输和处理，2022 年，公司滁州生产基地生产固体废物总量同比减少 35.84%。此外，公司致力于绿色工厂建设，已成功入选“安徽省绿色工厂”

<sup>2</sup> 根据公司 2022 年度利润分配预案，预计 2022 年现金分红金额为 0.22 亿元，占归属于上市公司股东的净利润的 39.49%。

<sup>3</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。

和“国家绿色工厂”名单。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性较好；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在供应商管理、客户责任方面也表现较好。

公司治理方面，根据公司章程，公司设立股东大会、董事会、监事会和经营管理层等决策机构、监督机构和经营团队，法人治理结构较为完善；董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名；监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人。内控方面，公司建立了涵盖生产经营、对外投资以及财务管理等方面的控制政策和程序，为公司及下属企业开展业务活动提供了制度保障。财务管理方面，公司建立了较为完善的生产成本费用控制体系和预算管理体系，严格按照会计准则制度的要求编制和报送财务报告；投资管理方面，公司对外投资按有关程序进行报批，股东大会、董事会、董事长为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资作出决策；对外担保管理方面，公司实行统一管理，未经公司董事会或股东大会批准，公司及控股子公司不得对外提供担保，不得相互担保。

战略方面，公司将围绕“成为受尊敬的世界级创新型消费品公司”的愿景，代工制造端聚焦优质客户战略，推进关键新客户的拓展和落地，有序拓展产能建设，积极探索服装及面辅料生产制造领域，提高信息化、数字化、智能化水平，打造先进制造型国际化工厂。品牌经营端密切关注市场趋势，深化渠道产品布局，提高产品竞争力，提高业务盈利水平。

## 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。**

公司的实际控制人范劲松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，对公司的支持能力有限。

## 同行业比较

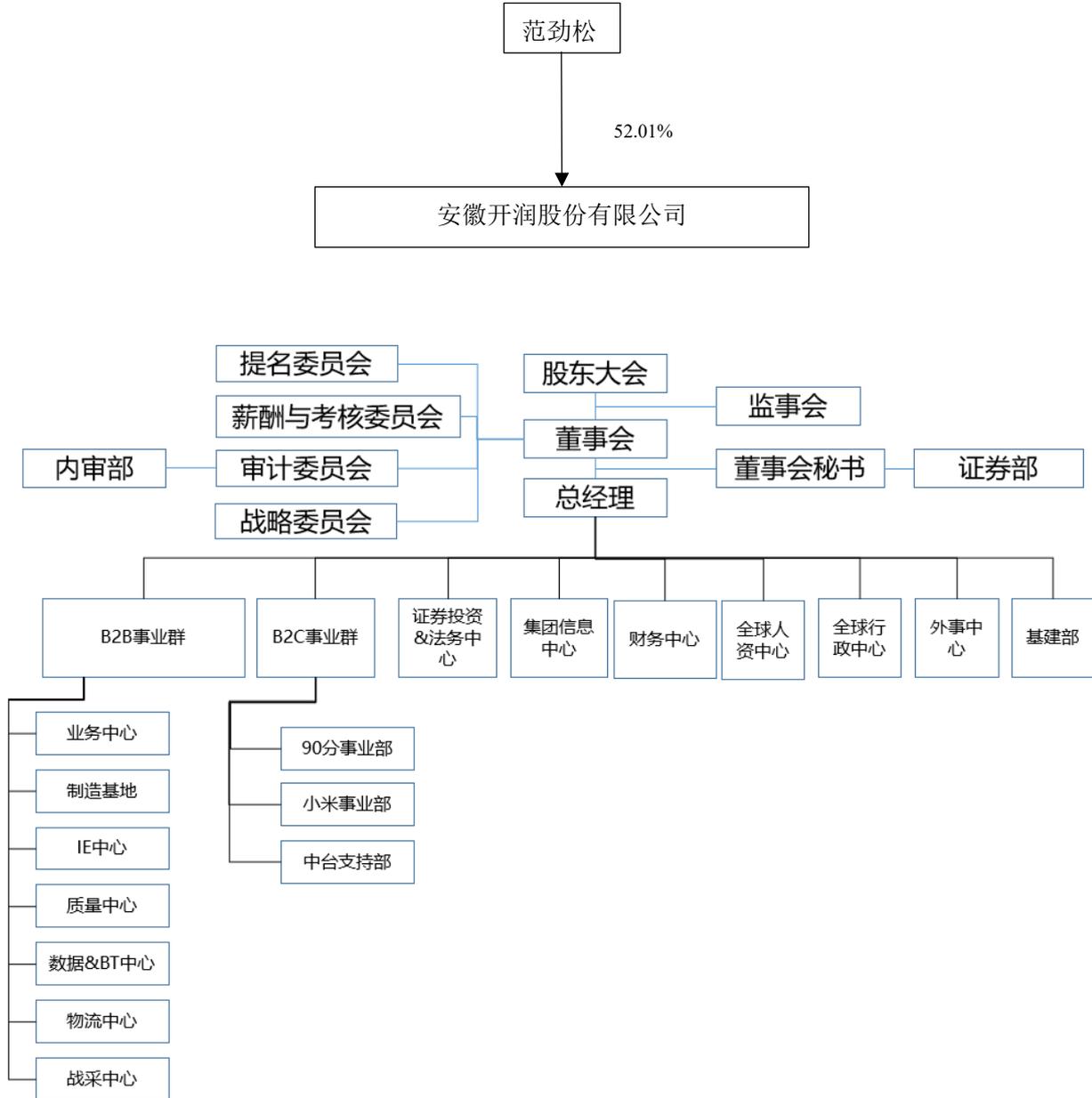
中诚信国际选取了际华集团股份有限公司作为开润股份的可比公司，上述公司均为纺织服装企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，开润股份主要从事箱包代工制造和品牌运营两大主业，与同行业相比，开润股份业务规模较小，海外市场订单占比高，拥有较为优质的客户资源，客户集中度较高，但与下游议价能力一般。公司经营获现能力较弱，盈利能力有待提升；短期债务占比较高，债务结构有待优化，财务杠杆处于行业一般水平。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持安徽开润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“开润转债”的信用等级为 **A<sup>+</sup>**。

### 附一：安徽开润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：安徽开润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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	10.53	8.48	6.79	6.36
应收账款	3.83	4.77	4.79	5.02
其他应收款	0.26	0.24	0.20	0.20
存货	3.89	5.33	6.00	4.85
长期投资	4.31	7.46	6.95	6.99
固定资产	2.23	2.22	4.41	4.49
在建工程	0.37	1.52	1.10	1.29
无形资产	0.96	0.95	0.87	0.84
资产总计	30.32	35.13	35.16	34.03
其他应付款	0.14	0.32	0.36	0.37
短期债务	5.77	7.04	8.92	6.02
长期债务	1.63	3.69	2.69	4.41
总债务	7.39	10.73	11.61	10.43
净债务	-2.74	2.92	5.31	6.39
负债合计	13.97	17.81	17.49	15.81
所有者权益合计	16.36	17.31	17.67	18.23
利息支出	0.25	0.38	0.45	0.12
营业总收入	19.44	22.89	27.41	7.40
经营性业务利润	0.87	1.57	1.69	0.43
投资收益	0.15	0.33	-0.44	0.00
净利润	0.66	1.73	0.55	0.33
EBIT	1.04	2.17	1.33	--
EBITDA	1.43	2.77	1.95	--
经营活动产生的现金流量净额	1.34	0.47	1.07	1.12
投资活动产生的现金流量净额	-6.28	-4.36	-2.26	-0.40
筹资活动产生的现金流量净额	11.80	1.57	-0.31	-0.89

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	28.48	26.58	21.63	21.75
期间费用率（%）	24.61	23.29	16.98	16.00
EBIT 利润率（%）	5.35	9.47	4.86	--
总资产收益率（%）	3.43	6.62	3.79	--
流动比率（X）	1.71	1.51	1.35	1.70
速动比率（X）	1.38	1.12	0.93	1.24
存货周转率（X）	3.57	3.64	3.79	4.27*
应收账款周转率（X）	5.07	5.32	5.73	6.04*
资产负债率（%）	46.06	50.71	49.74	46.44
总资本化比率（%）	31.13	38.26	39.65	36.39
短期债务/总债务（%）	78.02	65.60	76.84	57.74
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.16	0.02	0.06	0.43*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.20	0.03	0.08	0.74*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	5.41	1.25	2.37	--
总债务/EBITDA（X）	5.18	3.88	5.95	--
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.39	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.75	7.31	4.33	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.18	5.72	2.96	--
FFO/总债务（X）	0.19	0.15	0.20	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司的租赁负债调整至长期债务；3、带\*指标已经年化处理；4、2020 年存货周转率、应收账款周转率、总资产收益率未采用均值计算；5、净债务为总债务减非受限货币资金。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
资本结构	
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)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
经营效率	(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)
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
盈利能力	
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：“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。



## 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