



中诚信国际  
CCXI

# 安徽开润股份有限公司 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 0712 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 17 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	安徽开润股份有限公司	A <sup>+</sup> /稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“开润转债”	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>	<p>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，客户资源优质及跟踪期内财务杠杆水平不断压降，盈利能力有所提升等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到客户集中度仍很高，对下游议价能力一般、市场竞争激烈，经营获现能力的持续提升仍面临挑战、在建项目未来产能释放情况存在不确定性及需关注未来海外市场高增长态势的延续等因素对公司经营及信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>资本实力持续增强，行业地位大幅提升、收入规模大幅上升，盈利能力大幅增强且具有持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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。</p>	

### 正面

- 受益于新客户拓展叠加服装代工业务增量，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
- 跟踪期内，财务杠杆水平不断压降，盈利能力有所提升

### 关注

- 客户集中度仍很高，对下游议价能力一般
- 市场竞争激烈，经营获现能力的持续提升仍面临挑战
- 在建项目未来产能释放情况存在不确定性
- 海外销售收入占比高，未来海外市场高增长态势的延续值得关注

项目负责人：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

开润股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	35.13	35.16	35.88	36.89
所有者权益合计（亿元）	17.31	17.67	19.09	19.68
总负债（亿元）	17.81	17.49	16.79	17.21
总债务（亿元）	10.73	11.61	10.05	11.00
营业总收入（亿元）	22.89	27.41	31.05	9.10
净利润（亿元）	1.73	0.55	1.15	0.71
EBIT（亿元）	2.17	1.33	2.27	--
EBITDA（亿元）	2.77	1.95	2.92	--
经营活动净现金流（亿元）	0.47	1.07	4.40	0.04
营业毛利率(%)	26.58	21.63	24.35	24.16
总资产收益率(%)	6.62	3.79	6.40	--
EBIT 利润率(%)	9.47	4.86	7.33	--
资产负债率(%)	50.71	49.74	46.79	46.65
总资本化比率(%)	38.26	39.65	34.49	35.85
总债务/EBITDA(X)	3.88	5.95	3.45	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.31	4.33	6.78	--
FFO/总债务 (X)	0.15	0.20	0.30	--

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 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 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；3、中诚信国际债务统计口径包含租赁负债。

## 本次跟踪情况

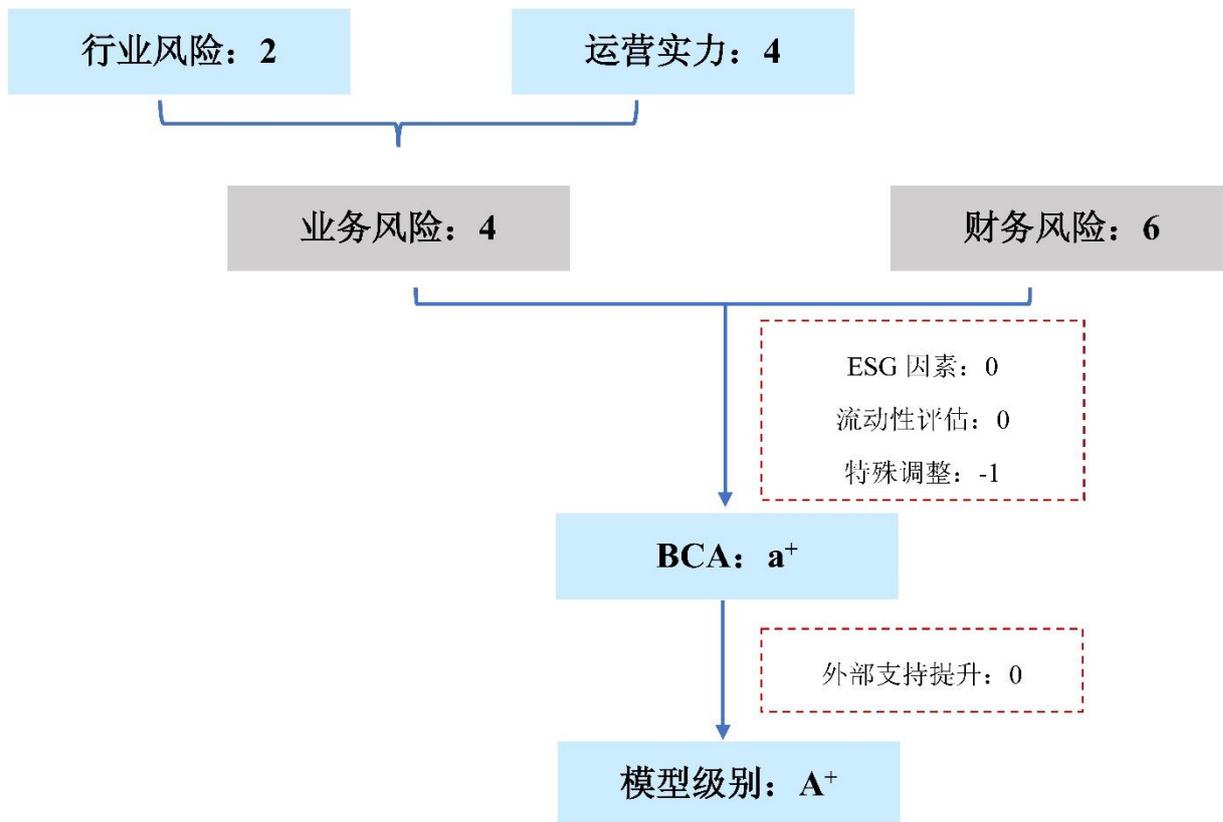
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
开润转债	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	2023/6/21 至本报 告出具日	2.23/2.22	2019/12/26~2025/12/26	有条件赎回、有 条件回售、转股价格 向下修正条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
开润股份	A <sup>+</sup> /稳定	A <sup>+</sup> /稳定	2023/6/21 至本报告出具日

● 评级模型

安徽开润股份有限公司评级模型打分(TY\_2024\_04\_2024\_01)



注:

**调整项:** 箱包行业仍面临激烈的市场竞争环境, 箱包代工行业体量较小, 下游需求变化导致的行业波动仍将给公司业务经营带来较大挑战。

**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

中诚信国际认为，出行限制放开以来，旅游行业迎来全面修复，带动箱包行业有所回暖，未来随着市场竞争加剧以及国产品牌知名度与产品品质的提升，行业集中度提高，箱包龙头企业综合竞争实力有望进一步提升。

### 旅游

随着 2022 年年底防控政策放开，居民旅游需求快速释放，旅游人次明显恢复，国内旅游业迅速回暖。根据文化和旅游部公布的数据，2023 年国内旅游总人次和旅游收入同比均显著增长，并恢复至 2019 年同期水平的 80%以上，且国内旅游总人次同比增幅呈逐季扩大趋势，行业恢复趋势较好，尤其是暑期、大型节假日等时段表现良好，基本已恢复至 2019 年同期水平。跨境游方面，2023 年以来，文化和旅游部先后发布多个促进跨境旅游业务恢复的政策，跨境游复苏势头明显，随着中外交流密切度提升及国际航班运力增多，跨境游将进一步恢复。总体来看，出行限制取消带来的“补偿性”、“报复性”需求支撑旅游市场全面复苏向上，但从长期驱动旅游行业发展因素来看，居民消费能力和意愿将起到更加决定性作用。受宏观经济增长承压影响，当前消费者信心指数不到 90%，距离常态 120%的水平差距较大，消费者信心指数的低位运行，对旅游行业持续增长带来一定隐忧。

详见《中国旅游行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10930?type=1>

### 箱包

箱包与出行市场强相关，2023 年以来旅游行业快速复苏带动箱包行业有所回暖，且随着跨境旅游市场进一步恢复，全球出行及箱包市场空间仍然较大。根据欧睿数据，预计 2024 年全球箱包市场规模将达到 1,740 亿美元，同比增长 8.02%；中国箱包市场规模将达到 2,532 亿元人民币，同比增长 7.80%。

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趋势。此外，2023 年我国箱包行业 CR5 为 18.9%，远小于同期美、日、法、英行业集中率，我国箱包市场集中度仍有待提升。中诚信国际认为，随着市场竞争加剧以及国产品牌的知名度与产品品质不断提升，箱包行业落后产能逐步出清，行业集中度将有所提高，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，公司代工制造及品牌经营业务均呈增长态势，未来新增产能的释放情况值得关注。

**2023 年以来公司产权结构无较大变化，两会一层变动较小<sup>1</sup>，新设及处置子公司对业务结构无重大影响，公司战略方向较为明确。**

截至 2024 年 3 月末，公司总股本仍为 2.40 亿元，控股股东和实控人范劲松先生及其一致行动人<sup>2</sup> 共计持有公司 55.73% 股份。同期末，范劲松先生质押 0.57 亿股公司股票，占其持股比例的 46.57%，占公司总股本比例 23.86%。此外，截至 2024 年 4 月 30 日，公司为实施股权激励或员工持股计划，通过股票回购专用账户以集中竞价方式实施回购公司 130 万股，成交总金额为 0.14 亿元（不含交易费用），占公司总股本的 0.54%。

2023 年以来公司未发生对合并范围<sup>3</sup>及业务结构产生重大影响的投资、资产整合和剥离行为。2024 年 6 月 5 日，公司发布公告称公司全资子公司拟以募集资金及自有资金收购上海嘉乐股份有限公司（以下简称“上海嘉乐”）15.9040% 股份<sup>4</sup>，目前尚需提交公司股东大会审议。若该收购事项完成，上海嘉乐将成为公司控股子公司。

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。

**跟踪期内，受益于新客户拓展叠加服装代工业务增量，公司代工制造及品牌经营业务均呈增长态势，上下游相对稳定且优质客户资源持续拓展，但客户集中度仍很高，对下游议价能力一般；此外需关注未来新增产能的释放情况。**

跟踪期内，公司业务结构无重大变化，主要系以自主生产模式为主的代工制造业务<sup>5</sup>和以 OEM 外协加工模式为主的品牌经营业务<sup>6</sup>，在箱包代工制造细分行业的市场地位和竞争力较为稳定。此外，公司于 2022 年新拓展部分服装代工制造客户，主要采取委外生产模式，2023 年服装代工业务实现快速增长。自主产能方面，公司生产基地布局仍以中国滁州、印度和印度尼西亚为主。2023 年，公司根据下游客户品类需求调整产能，主要产品自主产能均有所下降。受运动休闲类客户去库存、IT 类客户因全球 PC 出货量下滑而减少包配采购等因素影响，包袋产销量呈下滑态势，但其产能释放仍保持在较高水平。整体来看，公司业务多元化水平一般，同时下游市场需求具有一定不确定性，自主生产情况易受扰动，但未来随着公司在建生产线的陆续投产，公司主要产品自主产量提升空间仍较大。

2023 年公司供应商集中度同比有所上升，前五大供应商相对稳定，其中第一名供应商仍为关联方<sup>7</sup>上海嘉乐，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

<sup>1</sup> 2023 年 6 月公司第四届董事会、监事会完成换届选举。第四届董事会由 7 名董事组成，非独立董事 4 名，独立董事 3 名。1 名非独立董事因工作原因变动辞任，已递补 1 名。此外，2023 年 8 月公司原证券事务代表因个人原因辞任，现该职位已递补。

<sup>2</sup> 范劲松先生与建信信托有限责任公司—建信信托—安享财富家族信托 180 号为一致行动人，截至 2024 年 3 月末，该信托持有公司 4.49% 股份。

<sup>3</sup> 2023 年，公司注销一家子公司，亦围绕主业新设 5 家子公司。

<sup>4</sup> 公司拟通过变更 2020 年向特定对象发行股票募集资金用途的方式用于此次交易对价的支付，将原拟投入“滁州米润科技有限公司时尚女包工厂项目”和“安徽开润股份有限公司信息化建设项目”的剩余募集资金 16,255.08 万元及其利息收入、理财收益全部用于收购上海嘉乐 15.9040% 股份，不足部分由公司自有资金支付。

<sup>5</sup> 代工制造业务主要为品牌商提供包袋 ODM 和 OEM 贴牌服务。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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，截至 2024 年 3 月末，滁州米润对其持股比例为 35.94%。

一。跟踪期内，受老厂搬迁费用支出、存货减值以及新增 SAP 系统等因素影响，2023 年上海嘉乐亏损规模小幅扩大至-0.75 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。

表 1：近年来公司主要产品产能及产销情况（万件/年、万件、%、元/只、元/件）

产品	项目	2021	2022	2023
旅行箱	总产量	206	196	280
	销量	200	237	276
	销售均价	224.71	226.40	245.04
布袋	总产量	4,139	4,871	4,155
	销量	4,117	4,593	4,393
	销售均价	36.21	37.77	42.94

注：1、价格不含税；2、总产量=自产产量+委托生产产量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分不同业务模式来看，代工制造业务方面，公司仍保持与全球知名品牌商的长期合作关系，同时公司在跟踪期内拓展了优衣库、JR286、YETI 等优质新客户，客户不断丰富，2023 年，受益于新拓客户订单叠加服装代工业务新增量的共同推动，代工制造业务收入保持增长但增速有所下滑。品牌经营业务方面，“小米”和自有品牌“90 分”业务模式未发生改变；当期“90 分”依托线上化销售，收入同比实现较大增长，但渠道运营、获客等成本仍然较高，未来业务运营业绩仍需关注。从海内外销售收入来看，海外销售收入稳定增长，海外销售占比超 70%，仍处于较高水平；同期，受益于国内旅游出行爆发性增长，国内销售收入受以出行箱包为主的 brand 经营业务收入增加而快速增长。中诚信国际关注到，公司销售收入大部分来自海外，未来海外市场高增长态势的延续和国内市场需求情况值得关注。从公司产品的销售价格来看，受产品结构优化升级以及原材料上涨影响，公司布袋和旅行箱产品价格 2023 年以来均有所上升。2023 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 57.01%，集中度仍较高，对下游议价能力一般。

此外，公司在建项目主要包括出行产业园项目<sup>8</sup>、印尼产业园项目<sup>9</sup>及信息化建设项目，截至 2024 年 3 月末，公司在建项目未来仍需投资金额为 0.93 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。未来随着公司在建项目建成投产，箱包、服装产能进一步提升，公司产能布局将逐步完善，但需关注未来新增产能的释放情况。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司收入规模持续增长，主营业务盈利能力有所提升，需关注未来盈利可持续性以及非经常性损益可能带来公司利润规模波动；公司资产规模保持稳定，债务规模及杠杆水平均有所压降；经营获现能力回暖，偿债指标有所改善。

### 盈利能力

2023 年，新客户拓展、产品结构优化升级以及服装代工业务收入的显著提升带动营业总收入进一步增长。受益于客户及产品结构优化、渠道精细化运营等，营业毛利率有所回升；公司期间费用率总体保持稳定。上述因素综合影响下，公司经营性业务利润大幅增长。因投资上海嘉乐产生投

<sup>8</sup> 出行产业园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。

<sup>9</sup> 印尼产业园项目分为两期建设，目前一期已全部达产，二期部分产线已建成。

资亏损，投资收益对利润造成一定侵蚀。整体来看，2023 年公司盈利能力有所提升，EBIT 利润率等盈利指标均呈回升态势，但未来行业竞争加剧及新客户拓展等对盈利可持续性、以及非经常性损益对主营业务利润的侵蚀情况仍需关注。2024 年一季度，受益于箱包代工业务规模的增长，公司经营业绩呈持续增长态势，利润总额同比增长超 100%。

### 资产质量

跟踪期内公司总资产规模保持稳定，其中由于公司推进募投项目建设，2023 年货币资金规模同比下降，受限比例低；受运动休闲类客户去库存、当年原材料采购规模下滑等因素影响，以原材料及库存商品为主的存货同比有所减少，存货周转率同比有所提升；同期，公司应收账款前五名客户占总应收账款比例为 38.61%，集中度仍处于较高水平，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；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。受益于债务压降以及利润持续积累，公司资本结构不断优化，但公司债务仍以短期债务为主，债务结构有待优化。截至 2024 年 3 月末，公司仍然保持了稳健的资本结构，受债务规模增长的影响，期末总资本化比率小幅上升，但仍处于适中水平。

### 现金流及偿债情况

2023 年，受业务规模增长、消耗库存原材料带来的存货周转加快等因素影响，经营活动净现金流同比大幅提升，经营获现水平显著提升；公司投资支出主要为推进募投项目建设进度，投资活动现金流出规模同比保持稳定；受压降债务等因素影响，2023 年筹资活动现金流净流出规模扩大。偿债能力方面，随着公司经营获现能力的提高以及债务规模的压降，公司核心偿债指标 EBITDA 利息保障倍数、总债务/EBITDA、FFO/总债务在跟踪期内出现增强趋势。截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 23.29 亿元，其中未使用授信额度为 9.12 亿元，具备一定的财务弹性；同时公司为 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，2023 年以来公司主要偿债指标均有所好转。资金管理方面，公司实行收支两条线管理，统一调度和管理各子公司的货币资金。

表 2：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
营业总收入	22.89	27.41	31.05	9.10
营业毛利率	26.58	21.63	24.35	24.16
期间费用率	23.29	16.98	15.97	13.01
经营性业务利润	1.57	1.69	2.54	1.02
公允价值变动收益	0.24	-0.10	0.12	-0.07
投资收益	0.33	-0.44	-0.86	0.02
利润总额	1.95	0.79	1.54	0.87
EBIT	2.17	1.33	2.27	--
EBIT 利润率	9.47	4.86	7.33	--
货币资金	8.48	6.79	6.53	6.84
应收账款	4.77	4.79	5.92	6.92
存货	5.33	6.00	4.93	4.25
长期股权投资	6.78	6.41	6.33	6.39
固定资产	2.22	4.41	5.71	5.64
<b>总资产</b>	<b>35.13</b>	<b>35.16</b>	<b>35.88</b>	<b>36.89</b>
短期债务	7.04	8.92	5.76	5.68

总债务	10.73	11.61	10.05	11.00
未分配利润	7.07	7.28	8.19	8.91
所有者权益	17.31	17.67	19.09	19.68
资产负债率	50.71	49.74	46.79	46.65
总资本化比率	38.26	39.65	34.49	35.85
存货周转率	3.64	3.79	4.30	6.01*
应收账款周转率	5.32	5.73	5.80	5.67*
经营活动净现金流	0.47	1.07	4.40	0.04
投资活动净现金流	-4.36	-2.26	-2.18	-0.74
筹资活动净现金流	1.57	-0.31	-2.53	1.10
总债务/EBITDA	3.88	5.95	3.45	--
EBITDA 利息覆盖倍数	7.31	4.33	6.78	--
FFO/总债务	0.15	0.20	0.30	--

注：带\*指标已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 0.46 亿元，均为货币资金，占期末总资产比重为 1.25%，主要作为票据保证金及海关保证金。

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司无对合并范围以外的对外担保。同期末，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，2021~2024 年 4 月末，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>10</sup>

### 假设

——2024 年，预测公司主要产品销量上涨叠加服装代工业务进一步发展，共同推动营业收入保持增长；

——2024 年，预测原材料价格维持在现有水平，公司盈利能力及获现能力保持稳定。

——2024 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 3：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率（%）	39.65	34.49	32.00~34.00
总债务/EBITDA（X）	5.95	3.45	3.10~3.50

资料来源：中诚信国际预测

<sup>10</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。

## 调整项

ESG<sup>11</sup>表现方面，开润股份注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较优，内控制度较完善，目前 ESG 表现优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，开润股份经营获现能力尚可，未使用授信额度尚有一定规模，叠加资本市场的融资渠道，具备一定的财务弹性。此外，公司债务主要由银行贷款和公开发行债券等构成，2023 年以来公司主动压降债务，债务规模有所下降。公司资金流出主要用于代工制造及品牌经营业务的开展、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。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。

## 特殊调整

箱包行业市场容量大但市场竞争十分激烈，且国际品牌知名度依旧更高，高辨识度品牌对箱包产品赋予更大的利润空间，我们认为公司所处的箱包行业正处于激烈竞争阶段，且我国缺乏具有国际影响力的自主品牌，利润较高的高端箱包市场难以插足。箱包代工行业体量较小，下游需求变化导致的行业波动仍将给公司业务运营带来较大挑战。

## 跟踪债券信用分析

“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 2024 年 3 月末，已使用募集资金为 1.91 亿元。

表 4：截至 2024 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	1.24	是
	补充流动资金	0.67	0.67	否
合计		2.17	1.91	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“开润转债”设置回售、赎回以及向下修正条款，自发行以来，受增发股票、回购、利润分配等事项影响，公司多次调整“开润转债”转股价格，截至 2024 年 6 月 12 日，“开润转债”最新转股价格为 29.64 元/股。跟踪期内，公司股票价格未触发有条件赎回条款<sup>12</sup>，部分投资者选择行使回售权<sup>13</sup>。

“开润转债”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。公司经营层面发展良好，且业绩有所提升，同时考虑到公司流动性尚可，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险较低。但考虑到跟踪期内公司股票价格持续低于“开润转债”转股价格，未来

<sup>11</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。

<sup>12</sup> 在债券转股期内，如果 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

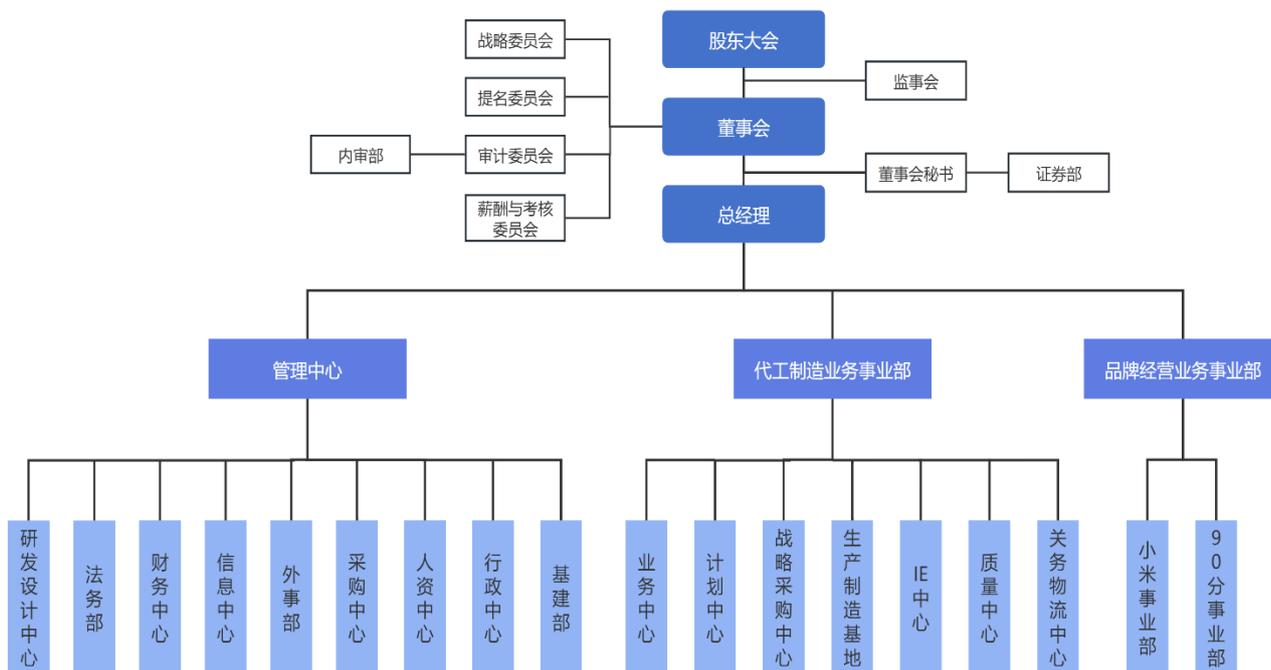
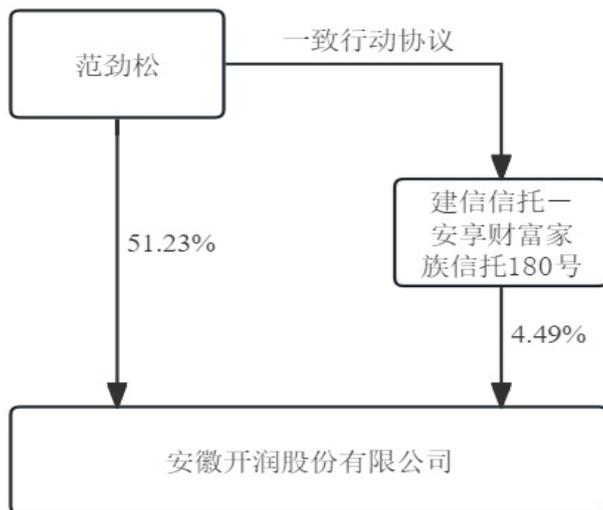
<sup>13</sup> 截至 2024 年 4 月末，“开润转债”债券余额为 2.22 亿元

仍需关注公司 A 股股价变动及转股价格调整后续安排对“开润转债”兑付和转股的影响。

## 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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	8.48	6.79	6.53	6.84
应收账款	4.77	4.79	5.92	6.92
其他应收款	0.24	0.20	0.11	0.09
存货	5.33	6.00	4.93	4.25
长期投资	7.46	6.95	6.89	7.44
固定资产	2.22	4.41	5.71	5.64
在建工程	1.52	1.10	0.74	0.79
无形资产	0.95	0.87	0.86	0.84
资产总计	35.13	35.16	35.88	36.89
其他应付款	0.32	0.36	0.69	0.78
短期债务	7.04	8.92	5.76	5.68
长期债务	3.69	2.69	4.29	5.32
总债务	10.73	11.61	10.05	11.00
净债务	2.92	5.31	4.05	4.62
负债合计	17.81	17.49	16.79	17.21
所有者权益合计	17.31	17.67	19.09	19.68
利息支出	0.38	0.45	0.43	0.11
营业总收入	22.89	27.41	31.05	9.10
经营性业务利润	1.57	1.69	2.54	1.02
投资收益	0.33	-0.44	-0.86	0.02
净利润	1.73	0.55	1.15	0.71
EBIT	2.17	1.33	2.27	--
EBITDA	2.77	1.95	2.92	--
经营活动产生的现金流量净额	0.47	1.07	4.40	0.04
投资活动产生的现金流量净额	-4.36	-2.26	-2.18	-0.74
筹资活动产生的现金流量净额	1.57	-0.31	-2.53	1.10

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	26.58	21.63	24.35	24.16
期间费用率（%）	23.29	16.98	15.97	13.01
EBIT 利润率（%）	9.47	4.86	7.33	--
总资产收益率（%）	6.62	3.79	6.40	--
流动比率（X）	1.51	1.35	1.59	1.71
速动比率（X）	1.12	0.93	1.18	1.34
存货周转率（X）	3.64	3.79	4.30	6.01*
应收账款周转率（X）	5.32	5.73	5.80	5.67*
资产负债率（%）	50.71	49.74	46.79	46.65
总资本化比率（%）	38.26	39.65	34.49	35.85
短期债务/总债务（%）	65.60	76.84	57.33	51.61
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.06	0.41	-0.01*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.03	0.08	0.71	-0.02*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.25	2.37	10.23	--
总债务/EBITDA（X）	3.88	5.95	3.45	--
EBITDA/短期债务（X）	0.39	0.22	0.51	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.31	4.33	6.78	--
EBIT 利息保障倍数（X）	5.72	2.96	5.29	--
FFO/总债务（X）	0.15	0.20	0.30	--

注：1、2024 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、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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资本结构	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+应收款项融资调整项)
	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)
	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 利息覆盖倍数
	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数
	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数
	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