



信用等级通知书

信评委函字[2019]G299-1号

安徽开润股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“安徽开润股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为A⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为A⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年九月四日

安徽开润股份有限公司 创业板公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	A ⁺
主体级别	A ⁺
评级展望	稳定
发行主体	安徽开润股份有限公司
发行规模	本次发行可转债的总规模不超过人民币22,300万元（含22,300万元）。
债券期限	自发行之日起六年
债券利率	本次发行的可转债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公司董事会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	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
转股价格	本次发行的可转债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收盘价按经过相应除权、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在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。
资金用途	本次发行的募集资金总额（含发行费用）不超过22,300万元（含22,300万元），扣除发行费用后将投资于滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目和补充流动资金。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“安徽开润股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券”信用级别为 A⁺，该级别反映了本次债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

中诚信证评评定安徽开润股份有限公司（以下简称“开润股份”或“公司”）主体信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。该级别反映了开润股份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。中诚信证评肯定了公司研发技术实力较强、客户资源优质和业务规模快速提升等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，我们也关注到业务集中度较高、债务规模上升且面临一定的资本支出压力等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

正面

- 研发技术实力较强。公司研发技术实力较强，坚持产品自主设计与开发，多款产品荣获国际设计奖项。其中，90分商旅两用旅行箱（七道杠）、90分轻商务登机箱（前开盖）、90分智能跟随旅行箱 Puppy1 荣获德国红点设计大奖；米兔儿童旅行箱荣获日本 good design 优良设计奖；90分金属箱和90分即热温控羽绒服荣获德国 iF 设计大奖。
- 客户资源优质。公司下游主要客户包括耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、名创优品、网易严选等，以行业头部企业为主，优质的客户资源有利于公司整体业务的发展。
- 业务规模快速提升。随着销售渠道的拓展及产品品类的丰富，公司业务规模快速提升，2016~2018年营业收入规模分别为7.76亿元、11.62亿元和20.48亿元，年复合增长率达62.46%；2019年上半年营业收入规模为12.21亿元，同比增长40.71%。

概况数据

开润股份	2016	2017	2018	2019.H1
所有者权益(亿元)	5.42	4.99	6.79	7.71
总资产(亿元)	8.12	9.90	14.10	16.12
总债务(亿元)	0.71	0.44	2.61	2.85
营业总收入(亿元)	7.76	11.62	20.48	12.21
营业毛利率(%)	28.75	29.61	25.98	28.13
EBITDA(亿元)	1.06	1.73	2.33	-
所有者权益收益率(%)	14.97	28.44	27.17	30.60*
资产负债率(%)	33.23	49.61	51.86	52.18
总债务/EBITDA(X)	0.67	0.25	1.12	-
EBITDA 利息倍数(X)	59.61	612.23	75.08	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”指标已经年化。

分析师

米五元 yymi@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年9月4日

关注

- 业务集中度较高。2018年及2019年上半年公司前五大客户业务收入合计占营业收入的比重分别达68.39%和65.88%，业务集中度较高，若主要客户减少对公司产品的采购，将对公司的业务规模及盈利能力造成不利影响。
- 财务杠杆比率快速上升，债务期限结构有待改善。随着业务规模的快速扩张及并购的完成，公司债务规模由2016年末的0.71亿元大幅增至2019年6月末的2.85亿元；资产负债率由33.23%上升至52.18%，总资本化比率由11.53%上升至26.98%，分别增加18.95个百分点和15.45个百分点；同时，公司债务均为短期债务，债务期限结构有待改善。
- 资本支出压力。2019年4月，公司与安徽滁州经济开发区管理委员会签署《出行消费品工业建设项目投资框架协议》，计划投资5亿元以上用于出行消费品工厂及配套建设，较大规模的投资使得公司面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

安徽开润股份有限公司（以下简称“开润股份”或“公司”）前身为成立于 2009 年 11 月的滁州博润电脑配件有限公司（以下简称“滁州博润”），2014 年 6 月，滁州博润整体改制为股份制公司，并更为现名。2016 年 12 月，经“证监许可【2016】2746 号”文核准，公司发行人民币普通股 1,667 万股，并于深交所上市（股票代码 300577）；上市后经两次资本公积转增股本，截至 2019 年 6 月末，公司总股本 2.18 亿股，其中自然人范劲松持股比例为 61.40%，系公司实际控制人。

公司经营范围包括：各类箱包制品、箱包材料、户外用品、模具、电脑鼠标及电脑周边产品的设计、研发、制造、销售、技术咨询及服务；软件开发；货物装卸及搬运服务；道路普通货运；从事货物进出口及技术进出口（国家禁止和限定进出口的商品和技术除外）；房屋租赁。公司目前主要从事商务包袋、休闲包袋、旅行箱、鞋服及相关配件等出行产品的研发、设计、生产和销售，业务又具体划分为 B2B 业务和 B2C 业务两类，其中 B2B 业务主要为耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、名创优品、网易严选等品牌提供箱包 ODM 和 OEM 贴牌服务；B2C 业务主要为自有品牌“90 分”产品的研发、设计、生产与销售。2018 年公司 B2B 业务和 B2C 业务分别实现收入 8.82 亿元和 10.26 亿元，占主营收入的比重分别为 46.23% 和 53.77%。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 14.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）6.79 亿元，资产负债率 51.86%；2018 年公司实现营业收入 20.48 亿元，净利润 1.84 亿元，经营活动净现金流 1.46 亿元。

截至 2019 年 6 月 30 日，公司资产总额 16.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）7.71 亿元，资产负债率 52.18%；2019 年 1~6 月公司实现营业收入 12.21 亿元，净利润 1.18 亿元，经营活动净现金流-0.26 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	安徽开润股份有限公司
债券名称	安徽开润股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券
发行规模	本次发行可转债的总规模不超过人民币 22,300 万元（含 22,300 万元）。
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转债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公司董事会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	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
转股价格	本次发行的可转债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收盘价按经过相应除权、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在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。
资金用途	本次发行的募集资金总额（含发行费用）不超过 22,300 万元（含 22,300 万元），扣除发行费用后将投资于滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宏观经济与政策环境

2019 年一季度，在“稳增长”政策发力和一系列改革措施的提振下，中国经济成功抵御了多重下行风险的冲击，经济呈现缓中回稳的特征，GDP 同比增长 6.4%，与上年四季度持平，超出市场预期。综合来看，由于宏观调控的调整和改革力度的加大，2019 年经济形势有可能会好于预期，呈现底部企稳运行态势。

图 1: 近年我国 GDP 增速



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从 2019 年一季度经济运行数据来看, 多数宏观指标较去年四季度企稳或改善, 经济运行中积极因素增多。从需求角度来看, 建安投资支撑房地产投资保持高速增长, 基建投资持续回暖, 二者共同支撑投资企稳回升; 消费季度增速虽然显著弱于上年同期, 但在个税改革等因素的带动下当月同比增速逐月回升; 进出口同比回落, 但 3 月份出口回暖幅度超预期, 出口短期或仍有望保持较为温和地增长。从供给角度来看, 虽然受 1-2 月份表现疲弱拖累, 一季度工业增加值增长继续趋缓, 但 3 月大幅反弹或说明生产回暖势头已现, 同时服务业生产指数表明服务业出现企稳回升迹象。从金融数据来看, 随着宽信用效果的显现, 社融较上年同期明显回暖, 利率水平维持较低位运行, 企业融资成本回落。

具体从社会消费品零售总额来看, 我国消费市场较为活跃。2019 年 1~6 月, 社会消费品零售总额 195,210 亿元, 同比名义增长 8.4%。增速比一季度加快 0.1 个百分点。按经营单位所在地分, 城镇消费品零售额 166,924 亿元, 同比增长 8.3%; 乡村消费品零售额 28,286 亿元, 同比增长 9.1%。按消费类型分, 餐饮收入 21,279 亿元, 同比增长 9.4%; 商品零售 173,930 亿元, 同比增长 8.3%。按零售业态分, 限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年同期分别增长 7.4%、1.5%、5.3% 和 3.0%。城乡居民人均可支配收入方面, 2019 年上半年, 全国居民人均可支配收入 15,294 元, 比上年同期名义增长 8.8%, 扣除价格因素, 实际增长 6.5%; 其中, 城镇居民人均可支配收入 21,342 元, 同比增长 8.0%, 扣除价格因素,

实际增长 5.7%; 农村居民人均可支配收入 7,778 元, 增长 8.9%, 扣除价格因素, 实际增长 6.6%。2019 年上半年, 全国居民人均消费支出 10,330 元, 同比增长 7.5%, 扣除价格因素, 实际增长 5.2%; 其中, 城镇居民人均消费支出 13,565 元, 增长 6.4%, 扣除价格因素, 实际增长 4.1%; 农村居民人均消费支出 6,310 元, 增长 8.7%, 扣除价格因素, 实际增长 6.4%。

虽然经济短期企稳, 但经济运行中结构性下行因素仍存。一方面, 当前投资反弹主要依靠房地产和基建投资拉动, 制造业投资和民间投资依然疲弱, 二者的提振仍需寄希望于减税降费效应的带动; 另一方面, 居民部门高杠杆的背景下, 消费能否持续回暖仍有待观察; 此外, 全球经济复苏走弱, 一季度贸易顺差显著扩大, “衰退型顺差”特征明显, 外部经济疲弱背景下出口回暖可持续性存疑。

在经济缓中回稳、结构分化同时, 宏观风险依然需要高度警惕。首先, 一季度政府一般公共财政支出与政府性基金支出增速“双升”、收入增速“双降”, 地方政府财政平衡压力加大, 2019 年地方政府财政恶化的风险较大; 其次, 经济底部运行背景下新增就业降幅较上年同期扩大, 就业压力加大和就业质量恶化的风险依然存在; 再次, 在信用宽松的背景下, 股市上涨明显, 房地产市场出现回暖迹象, 资产价格上扬或将加大对货币政策的制约; 此外, 高技术产业增速低于上年同期, 新动能相关产业进入产业调整期可能带来新的风险。

随着经济的企稳, 宏观政策相机微调, 但基本延续稳增长、防风险的思路。4 月 17 日政治局会议认为一季度经济“总体平稳、好于预期、开局良好”, 重提结构性去杠杆, 4 月 22 日中央财经委员会第四次会议强调“强化宏观政策逆周期调节”, 政策总体延续了 2019 年政府工作报告提出的“平衡好稳增长与防风险的关系”的思路。但是, 随着经济下行压力的缓解, 宏观政策或将边际调整, 积极的财政政策继续加力提效, 货币政策进一步宽松的可能性减弱, 总体或将从前期的“宽货币、宽财政、宽信用”转向“结构宽货币、宽财政、稳信用”。值得一提的是, 中央财经委第四次会议提出货币政策要“根据

经济增长和价格形势变化及时预调微调”，后续在猪价上涨等因素推升 CPI 背景下，货币政策取舍上对价格因素关注或将加大。

中诚信证评认为，中国经济运行中所存在的问题与风险，是长期因素和短期因素共同作用的结果，风险的缓释也并非是一朝一夕所能实现的，而是需要持之以恒的努力。当前中国经济缓中回稳，市场预期改善，将为深入推进改革开放赢得时间与空间，而改革效果的持续显现有助于提升中国经济增长内生动能，从而促进中国经济长远健康发展。

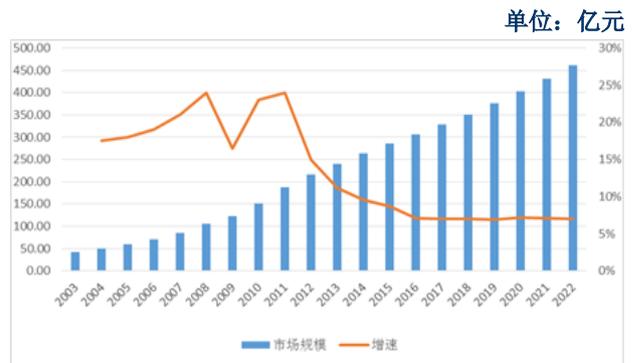
行业分析

箱包行业概况

目前，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。根据中国产业信息网数据，目前国内箱包市场规模近 2,000 亿元，市场容量较大。但国内箱包类产品加工制造商众多，且大多采用 OEM 方式为知名箱包品牌商代工生产产品，缺乏研发设计能力，市场竞争激烈并呈高度分散，龙头品牌市场占有率均未超过 5%。

随着人均可支配收入的增长，消费者对于生活质量的要求提高，人们对出行的需求增长，旅游业得到迅速发展。根据文化和旅游部政府门户网站数据，2018 年全年，国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%；国内旅游人均花费为 1,077.82 元，同比增长 17.92%。旅游业的快速发展，带动了出行装备类产品消费的增长。从旅行箱市场来看，2003 年我国旅行箱市场规模为 42.73 亿元，2017 年其市场规模为 350.00 亿元，年均复合增长率为 16.21%；从包袋行业来看，2003 年国内包袋行业市场规模为 352.83 亿元，2017 年包袋行业市场规模增长至 1,529.56 亿元，年均增长率 11.94%。目前我国的箱包产品量和出口量均居世界首位，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。

图 2：我国旅行箱整体市场规模及增速



注：2018-2022 年数据为预测数

资料来源：Euromonitor、中信证券研究部

图 3：我国包袋行业整体市场规模及增速



注：2018-2022 年数据为预测数

资料来源：Euromonitor、中信证券研究部

我国在出行方面的人均支出目前仍远低于发达国家和地区，我国箱包市场相比于成熟市场具有更大的发展潜力和空间。与此同时，我国高性价比消费趋势逐渐崛起，低线消费观正在与一、二线消费观快速趋同，趋于理性，追求性价比。高性价比的产品更容易获得消费者的认可，市场空间较大，更能代表消费升级的方向。人均可支配收入的持续稳定增长，将为箱包消费增长提供基础动力。

行业技术水平及特点

箱包制造业技术水平主要体现在原材料功能性、产品设计能力以及生产工艺水平三个方面。

原材料的功能性是决定箱包类企业产品质量的重要因素之一，具体包括面料的常规与特殊功能、功能性五金配件等。面料常规功能是指箱包类产品在日常使用过程中面料应当具有的高强度、高耐磨、抗撕裂等常规物理特性；面料特殊功能是指面料具有的防污、防水、耐热、超轻、反光等特殊特性；功能性五金配件包括双层防盗拉链、防水拉链等特殊功能五金配件。通过对面料纤维、涂层材

料以及五金配件等原材料的研发与运用，企业根据需求组合使用该等功能性原材料，以提升产品质量并促使产品功能更新换代。

产品设计能力是决定箱包产品用户体验的核心，具体包括外观设计美观性与功能设计完备性。外观设计美观性是指基于对消费者群体审美的研究，通过对形状、图案、色彩等元素有机的结合设计出富有美感的箱包类产品；功能设计完备性是指充分理解消费者对箱包类产品的功能性需求，通过合理规划设计功能性组件使得产品在满足消费者的基本需求的同时提供更好的用户体验。

随着箱包制造业整体产业链的发展，业内企业不断加大自主创新和科技研发的力度，带动了行业的整体设备与生产工艺水平的进步，我国箱包制造专业设备运用率显著提升，自动化水平不断提高。电脑车、自动裁床等自动化生产设备得到了广泛的运用，在促进产品加工质量和水平的提高的同时，也大幅提升了劳动生产率。与此同时，强力测试仪、马丁代尔耐磨测试仪、X 光谱测试仪、弯曲测试仪等检验设备的运用也进一步提高了行业的质量控制水平。

总的来看，经过多年发展，我国箱包制造业在生产制造环节已达到较高水平；但在原材料功能性与产品设计能力方面与箱包制造业国际先进水平仍存在较大差距。

行业竞争状况

国内箱包类产品加工制造商众多，且大多采用 OEM 方式为知名箱包品牌商代工生产产品，缺乏研发设计能力，市场竞争激烈并呈高度分散。

按照品牌及是否具有研发设计能力，可将国内箱包类企业划分为三类：一是加工制造商，无自主品牌及缺乏设计能力的 OEM 代工企业；二是专业制造商，具备一定研发设计能力的 ODM 代工企业；三是品牌运营商，拥有自主品牌和较强的研发设计能力。

目前，我国箱包类产品品牌运营商较少，大部分知名品牌来自国外，代表企业如新秀丽、迪卡侬等公司；品牌运营商设计研发能力较强，多将生产过程进行外包，自身则专注于品牌运营、箱包产品

款式等的设计，产品面料等的研发方面，利润率较高。专业制造商具备研发设计能力，且自身具备一定规模，多采用 ODM 方式为客户生产产品，对客户需求较为了解，能较好的与客户对接；通常此类厂家通过了知名箱包厂商的一系列考核与测评，生产出的产品质量较高，与客户合作时间较长，客户关系、销售渠道、利润率等较为稳定。国内箱包类产品加工制造商众多，生产质量水平参差不齐，大多采用 OEM 方式为知名箱包品牌商代工生产产品。加工制造商之间竞争激烈，由于缺乏研发设计能力，此类厂商多采用降低价格的方式获取客户订单，利润率较低。

总的来看，我国箱包行业在居民消费观念改变及国家政策鼓励的双重驱动下，仍具有较大的增长空间。同时，我国箱包行业市场竞争激烈并呈高度分散，具备较强研发设计能力的品牌运营商和专业制造商在市场竞争中具有较强的竞争优势。

竞争实力

优质的客户资源

公司下游客户包括耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、名创优品、网易严选等，主要客户均为行业头部企业，均有严格的供应商资质认定标准，不仅对供应商生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、全球业务支持和售后服务能力等有明确要求，同时对其生产安全、环保措施等亦有严格标准。该等严苛的认证条件，一方面将部分不符合条件的中小型包袋生产企业排除在外；另一方面，因认证流程复杂、认证成本较高，客户粘性较强。

公司一直保持与主要客户的良好合作关系，通过优秀的产品设计、优质的产品和服务、高效的运营团队，获得客户的认可，与优质客户成为长期合作伙伴，为公司业务的稳定发展奠定了一定基础。

设计及研发优势

公司自成立之初即重视自身设计能力，设有专门的设计部门。公司通过多年的培养实践，打造了一支专业的设计师队伍。由于国内高等院校包袋产品设计专业较少，公司从国内知名设计专业院校招聘了一批服装设计及工业设计专业优秀毕业生，将

其培养成为具有丰富实践经验的专业包袋产品设计师。同时，公司注重设计人才的引进：一方面积极引进业内资深设计师；另一方面，定期组织设计团队参加全球设计展，注重设计人员的进修深造与业务交流，进一步提升公司产品设计能力。此外，公司与国内外一些顶尖的设计工作室、独立设计师保持着长期合作关系，共同保障了公司高水平设计力量。

公司坚持产品自主设计与开发，多个产品获得了多项国内外设计大奖。其中，90分商旅两用旅行箱（七道杠）、90分轻商务登机箱（前开盖）、90分智能跟随旅行箱 Puppy1 荣获德国红点设计大奖；米兔儿童旅行箱荣获日本 good design 优良设计奖；90分金属箱和90分即热温控羽绒服荣获德国 iF 设计大奖。2016~2018年末，公司设计研发人员分别为55人、77人和122人，研发人员数量占全部员工人数的比例分别为3.99%、4.34%和5.25%；同期公司年度研发支出规模分别为0.26亿元、0.36亿元和0.52亿元，研发投入占营业收入的比重分别为3.39%、3.08%和2.55%。截至本报告出具日，公司共拥有各类专利169项，其中发明专利2项。

总体来看，公司研发技术实力较强，为其长远发展奠定了技术基础。

业务运营

公司目前主要从事旅行箱、商务包袋、休闲包袋、功能性鞋服及相关配件等出行产品的研发、设计、生产和销售，其中旅行箱主要用于差旅出行；商务包袋主要为电脑包产品，主要用于笔记本电脑收纳与保护以及公文资料、办公文具等用品的携带；休闲包袋包括运动包、都市包、女包、沙滩包等产品，主要用于户外活动与休闲旅行中的物品收纳与携带；鞋服包括功能性衣帽鞋袜等；其他相关配件包括平板电脑与手机保护套等。公司业务运营主体主要包括公司本部、上海润米科技有限公司（以下简称“润米科技”）、沃歌（上海）品牌管理有限公司（以下简称“上海沃歌”）、上海珂润箱包制品有限公司（以下简称“上海珂润”）和滁州珂润

箱包制品有限公司（以下简称“滁州珂润”），核心产品为旅行箱和包袋。

表 2：2016~2019.H1 公司主营业务收入分产品构成

单位：亿元、%

收入	2016年	2017年	2018年	2019.H1
旅行箱	1.34	2.76	6.24	3.52
商务包袋	2.97	2.78	3.37	1.66
休闲包袋	2.47	5.14	7.97	6.04
鞋服	0.32	0.6	0.88	0.41
其他	0.64	0.31	0.62	0.16
合计	7.74	11.59	19.08	11.78
占比	2016年	2017年	2018年	2019.H1
旅行箱	17.24	23.82	32.72	29.85
商务包袋	38.42	23.98	17.67	14.11
休闲包袋	31.84	44.39	41.78	51.24
鞋服	4.18	5.14	4.60	3.47
其他	8.31	2.66	3.24	1.33
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：以上各分项合计数与合计差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司业务又具体划分为 B2B 业务和 B2C 业务两类，其中 B2B 业务主要为耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、名创优品、网易严选等品牌提供箱包 ODM 和 OEM 贴牌服务；B2C 业务主要为自有品牌“90分”产品的研发、设计、生产与销售。B2B 业务方面，在与重点客户保持长期合作伙伴关系的基础上，公司随着客户业务的扩张不断拓展产品品类，B2B 业务收入规模稳定增长，2016~2018 年收入规模分别为 5.45 亿元、6.55 亿元和 8.82 亿元，年均复合增长率为 27.21%，占同期主营业务收入的比重分别为 70.41%、56.56%和 46.25%；B2C 业务方面，公司充分利用电商平台优势，并积极拓展各类线上线下渠道资源和产品品类，B2C 业务保持快速发展态势，2016~2018 年业务规模分别为 2.29 亿元、5.03 亿元和 10.26 亿元，年均复合增长率达 111.67%，占主营业务收入的比重分别为 29.59%、43.44%和 53.75%。2019 年上半年，公司实现主营业务收入 11.78 亿元，同比增长 47.39%，其中 B2B 业务和 B2C 业务规模分别为 6.36 亿元和 5.43 亿元，占主营业务收入的比重分别为 53.95%和 46.05%。

表 3: 2016~2019.H1 公司主营业务收入分业务类型构成

单位: 亿元、%

收入	2016 年	2017 年	2018 年	2019.H1
B2B	5.45	6.55	8.82	6.36
B2C	2.29	5.03	10.26	5.43
合计	7.74	11.59	19.08	11.78
占比	2016 年	2017 年	2018 年	2019.H1
B2B	70.41	56.56	46.25	53.95
B2C	29.59	43.44	53.75	46.05
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注: 以上各分项合计数与合计差异系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

研发及生产

公司 B2C 业务产品主要为自主研发设计, 产品主要为箱包、鞋服及配件等, 包括旅行拉杆箱、运动休闲包、商务包、智能跑鞋、衬衫、牛仔裤、雨伞等; B2B 业务产品以 ODM 为主, 产品主要为各类软包, 包括商务包袋和休闲包袋。

公司设有研发设计中心, 下设研发部和设计部, 其中研发部主要负责包袋类产品新材质、功能性织物面料、五金配件以及专业部件的研究开发、试验性生产以及工业化生产工艺的改进工作; 设计部主要负责基于用户对流行元素、款式、材质、功能等要求, 在充分了解品牌风格及用户偏好的基础上, 依据终端消费者的需求与审美偏好, 着力为用户提供功能完善、便于携带且设计美观的包袋类产品。同时, 公司与多家知名企业建立了新材料研发项目合作关系, 与德国科思创共同开发聚碳酸酯/碳纤维复合材料旅行箱; 与德国汉高在旅行箱自动化装配工艺方面进行深度合作; 与美国铝业共同开发适用于旅行箱的高强度铝合金材料; 与美国杜邦就聚碳酸酯复合 KEVLAR (凯夫拉, 防弹材料) 材料在旅行箱上的应用进行深度合作, 并推出了仅 1.68kg 的超轻旅行箱; 与霍尼韦尔共同建立“轻质旅行箱项目”, 重点开展制作轻量化旅行箱的基础研究、产品研发、科研成果转换、高端技术人才培养等工作。在产学研方面, 公司与合肥工业大学、上海理工大学、北京服装学院、武汉纺织大学、华东理工大学、江南大学, 东华大学建立产学研合作关系, 为公司进一步的深度研发和技术创新提供支撑。

在产品品类方面, 依托较强的研发实力, 公司在科学研判市场需求和形势的基础上, 稳步丰富产品品类, 从箱包领域逐步延伸至鞋服、配件等出行消费品领域。具体来看, 在箱包类产品品类上, 公司推出了框体旅行箱、智能蓝牙解锁旅行箱、智能指纹解锁旅行箱、透明箱、商务旅行包、城市通勤双肩包、hike 户外双肩包、轻时尚尼龙双肩包、时尚商务双肩包、相机包、户外防水便携桶包、杜邦纸收纳系列、户外学院休闲双肩包等多种类型产品。在其他出行消费品领域, 公司推出了极影超轻跑鞋、蓄热保暖空军夹克、即热温控羽绒服、防污 T 恤、防污衬衫、智能芯片跑鞋、男士针织短裤、免熨衬衫、防晒帽、牛仔裤、一体织板鞋、蒸汽眼罩、出行收纳配件、各类清洁剂等满足多种出行生活场景的产品类型。

成熟的研发团队保障了公司的自主创新能力, 每年根据最新的科技趋势与市场趋势开展产品新款式的设计研发, 并专门设立了研发中心。B2B 业务方面, 设计后形成样品并推荐给各类用户, 接受客户订单。B2C 业务方面, 公司持续开展研发投入, 加强市场信息收集与研判, 及时响应市场需求, 不断推出新品。公司根据产品不同开展自主生产和外协生产, 其中包袋类产品主要采用自主生产, 拉杆箱产品以外协生产为主。从生产模式来看, 公司 B2B 业务接到品牌商订单后合理安排生产, 实行以销定产的生产模式; B2C 业务则主要根据市场预测安排生产。

公司包袋类产品以自主生产为主, 在自主生产模式下, 产品主要生产流程包括: 研发、设计、打样、原材料采购、批量裁剪、刺绣印花、针车打钉、组装检验、包装和验收, 其中刺绣印花和针车打钉两道工序存在部分委外加工情形。公司目前生产基地位于安徽滁州, 主要生产设备包括铺布机、全自动裁床、电脑花样机、工业缝纫机、平缝机、电脑套结机等。

从委外生产模式来看, 公司旅行箱产品部分为委外生产模式, 主要以 OEM 模式进行。公司与外协厂商签订成品采购合同, 由公司完成研发和设计后, 关键原材料由公司指定供应商并洽谈好价格,

其余原材料由外协厂商自行采购，外协厂商按照公司制定的生产制造工艺流程和品质标准，生产并提供产成品。在外协厂商选择方面，公司根据外协厂商的技术实力、生产状况、设备规模、质量水平和服务水平等多方面进行评审，并从中择优选择。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建立了稳定的合作关系，能够较好地支撑公司自主品牌业务快速发展的生产需求。随着旅行箱业务规模及产品品类的快速扩张，公司外协生产面临的质量控制压力加大，公司主要通过以下措施来实施质量控制措施：第一，公司核心的材料和配件供应商均选择业内知名供应商，在核心原材料、核心配件上整合最优质的供应商资源，并达成长期稳定合作关系，以确保品质。公司直接明确关键原材料的选择标准，确定技术和品质标准，再安排外协厂商进行采购。第二，严格外协厂商的开发与选择：公司建立了完整的外协厂商评估体系，新开发的外协厂商，须经品管部、工程技术部等多部门验厂评估，包括企业资质、生产能力、质量体系、工艺流程、现场 5S 管理等，通过后方可开展合作；同时合作过程中，定期考核外协厂商并实行末位淘汰。第三，制定制造工艺流程及全程质量控制交由外协厂商执行：生产前，由公司安排技术人员和品控人员现场指导，并做首件检查，确保工艺品质；生产中，安排品质跟单人员每天跟进现场品质，做中期检查；出货前，安排品质跟单人员验货，合格才予出货。第四，辅导与提升外协厂商的品质管理能力：公司从专业品质管控角度，辅导外协厂商建立起品质管理体系，并定期对供应商开展生产工艺及流程培训。公司主要外协单位包括浙江银座箱包有限公司、泉州市晟园塑胶制品有限公司、东莞市美而美旅行用品有限公司、扬州国汇箱包有限公司、常州东源旅游用品有限公司等企业。

表 4：2016~2019.H1 公司主要产品产、销量情况

单位：万件

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019.H1
旅行箱	产量	62.30	119.68	223.80	158.80
	销量	55.86	100.36	246.84	141.99
商务包袋	产量	593.80	775.75	805.20	383.91
	销量	662.63	659.40	675.51	312.93
休闲包袋	产量	1,135.25	2,158.81	3,520.50	2,226.01
	销量	1,095.74	2,057.11	3,383.47	2,198.68
鞋服	产量	62.83	68.51	110.43	47.27
	销量	43.25	61.79	95.46	47.90

注：上述产量=自产产量+委外产量+直接采购数量。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司一方面通过并购同类型企业快速扩张产能，另一方面规划新建生产基地。2019 年 2 月，公司以 2,280 万美元收购王贻卫控制的印尼工厂（系耐克运动包袋品类供应商）100% 股权，进一步拓展了运动包袋品类业务，同时进入耐克的供应体系；同时，印尼为普惠制关税制度国家，对美国出口享受零关税制度，能够降低公司出口欧美等市场的产品成本，提升公司产品的国际竞争力与抵御国际贸易风险能力，并为公司进一步开拓欧美市场奠定基础。2019 年 4 月 2 日，公司与安徽滁州经济开发区管理委员会签署《出行消费品工业建设项目投资框架协议》，公司计划投资 5 亿元以上用于出行消费品工厂及配套，增加箱包等产品产能，提升为品牌商代工服务的能力。

总的来看，公司通过自主生产和外协生产相结合的生产模式，为业务规模的快速扩张奠定了一定的基础，但随着 B2C 业务的快速扩张，委外生产的质量控制压力加大，同时扩张自有产能也将使其面临一定的资金压力。

销售

B2B 业务方面，公司与耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、名创优品、网易严选等品牌商建立了长期合作关系。公司基于客户的要求进行设计、打样、报价，客户综合产品质量、产能、报价等因素确定订单规模并发出订单。此外，公司结合市场调研情况、未来流行趋势，利用研发设计优势提前为客户进行年度产品规划设计与推介，以主动争取订单，提高客户满意度和产品销量。通过深挖与重点

客户的合作深度和潜能，公司积极探索多样化合作方式和产品品类，进一步加强与重点客户的深化合作，重点客户收入保持较快增长。同时，基于客户的要求进行设计、打样、报价，客户综合产品质量、产能、报价等因素确定订单规模并发出订单。2016~2018年，公司 B2B 业务规模分别为 5.45 亿元、6.55 亿元和 8.82 亿元，年均复合增长率为 27.21%；2019 年上半年，公司 B2B 业务规模为 6.36 亿元。结算方面，公司一般给予各品牌商 45~60 天信用期，货款通过电汇和银行承兑汇票方式结算。

B2C 业务方面，公司持续拓展国内外线上线下渠道，并通过与核心渠道商成立合资公司等模式开展业务，深化高度互信的客户关系模式。渠道建设方面，公司在巩固已有渠道优势的基础上，积极拓展渠道资源，其中线上持续深化与小米、天猫、京东等国内主流电商平台的合作；国内线下渠道方面，公司继续保持和小米实体店的全面合作，并在团购、KA、百货等自主线下渠道方面进一步探索和拓展。海外渠道方面，公司初步组建了专门的团队，一方面通过与小米海外渠道的深度合作积极布局，另一方面通过自有线上线下渠道、海外合作渠道、代理商等方式扎实推进海外渠道布局。从公司与小米的合作模式来看，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。随着产品品类的不断丰富及销售渠道的拓展，2016~2018 年公司 B2C 业务收入规模分别为 2.29 亿元、5.03 亿元和 10.26 亿元，年均复合增长率达 111.67%；2019 年上半年，公司 B2C 业务规模为 5.43 亿元。

2016~2018 年及 2019 年上半年，公司前五大客户合计收入规模分别为 5.71 亿元、8.64 亿元、14.01 亿元和 7.40 亿元，占营业总收入的比重分别为 73.66%、74.33%、68.39%和 65.88%，业务集中度较高。虽然目前来看，公司与主要客户之间为长期合作伙伴关系，但因客户集中度高，若主要客户减少对公司产品的采购，将可能对公司的盈利能力

与业务发展造成不利影响。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。

总体来看，公司已建立较为成熟和相对完善的销售体系，为业务健康稳定发展奠定了一定基础，但业务集中度较高，需关注其主要客户经营情况变化带来的影响。

采购

公司生产所需原材料主要包括各种面里料、扣具配件、带绳、拉链、包材及辅料等，以订单式采购为主，采购区域为江苏、浙江、上海和安徽四省市内，长三角地区纺织及五金工业发达，公司原材料采购较为顺畅。除原材料外，公司自主品牌产品由公司完成研发和设计后，通过委托相关供应商按照公司制定的生产制造工艺流程和品质标准进行生产，经公司驻场检验人员验收合格后，并由供应商按照指令发送至公司指定仓库。

公司 B2C 业务方面，公司关键原材料选择优质供应商，强化与美国铝业、科思创(原德国拜耳)、杜邦、日本东丽、YKK、Segway 等知名供应商的深度合作关系；其余原材料则通过比质比价方式选择合适的供应商。B2B 业务方面，部分品牌商会对关键原材料指定供应商，其余原料由公司自主采购。2018 年，公司前五大供应商分别为浙江银座箱包有限公司、泉州市晟园塑胶制品有限公司、科思创聚合物(中国)有限公司、东莞市美而美旅行用品有限公司和上海莘威运动品有限公司，采购金额分别为 1.73 亿元、1.33 亿元、1.27 亿元、0.69 亿元和 0.53 亿元，占采购总额的比重分别为 11.17%、8.57%、8.20%、4.43%和 3.45%。

表 5: 2018 年及 2019 年上半年公司前五大供应商采购情况

单位: 亿元、%

2018 年	项目	金额	占比
浙江银座箱包有限公司	拉杆箱	1.73	11.17
泉州市晟园塑胶制品有限公司	拉杆箱	1.33	8.57
科思创聚合物(中国)有限公司	原材料	1.27	8.20
东莞市美而美旅行用品有限公司	拉杆箱	0.69	4.43
上海莘威运动品有限公司	原材料	0.53	3.45
合计		5.56	35.82
2019 年 1-6 月	项目	金额	占比
泉州市晟园塑胶制品有限公司	委外成品	0.77	12.67
上海莘威运动品有限公司	原材料	0.43	7.05
扬州国汇箱包有限公司	委外成品	0.40	6.59
常州东源旅游用品有限公司	委外成品	0.34	5.55
科思创聚合物(中国)有限公司	原材料	0.23	3.88
合计		2.16	35.74

注: 以上各分项合计数与合计差异系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

采购定价方面, 公司一般在权衡质量、交期稳定性及报价等因素后, 与供应商协商定价。公司主要原材料面里料主要为化纤类产品, 近年受原油价格回升影响, 价格呈现上涨态势, 一定程度上加大公司成本控制压力。作为国内箱包领域的知名企业, 公司具有一定议价能力, 能够获得相应的采购价格优惠和货款支付信用期, 目前公司与供应商主要以银行转账和承兑汇票方式结算, 结算周期在 2~4 个月左右。

总体来看, 公司依托较强的研发实力, 不断丰富产品品类, 同时在巩固已有渠道优势的基础上, 积极拓展渠道资源, 近年业务规模逐年扩大, 整体发展较好。但中诚信证评亦关注到, 公司业务集中度较高, 需关注主要客户经营变化带来的影响; 同时, 公司将投资新建出行消费品工厂及配套扩张产能, 面临一定的资本支出压力。

公司治理

治理结构

根据《公司法》、《证券法》、《公司章程》和其他有关法律、法规的规定, 公司建立了较为完善的法人治理结构, 制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等为主要架构的规章制度, 明确决策、执行、监督等方面的职责

权限, 形成了科学有效的职责分工和制衡机制。董事会内部按照功能分别设立了战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及审计委员会, 并制定了相关的工作细则, 以规范董事会各专业委员会的工作流程, 并在各专业委员会的工作中得以遵照执行, 以进一步完善公司治理结构, 促进董事会科学、高效决策。

公司董事会由 7 名董事组成, 其中独立董事 3 名, 设董事长 1 名。公司独立董事了解公司生产经营情况、财务情况, 独立参与董事会的决策, 对需要由独立董事发表意见的事项, 发表独立意见, 在董事会决策和经营管理中发挥了独立的作用。公司监事会由 3 名监事组成, 其中职工代表 1 名, 设监事会主席 1 名, 监事会对公司财务状况、关联交易以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。总体上看, 公司已建立了科学有效的职责分工和制衡机制, 高管人员和董事会之间的责任、授权和报告关系明确, 法人治理结构较为完善, 内部管理较为规范。

内部控制

公司采取职能式的管理结构, 股东大会是公司最高权力机构; 董事会对股东大会负责, 直接领导由总经理等组成的经营管理团队。公司实行总经理负责制, 设立研发设计中心、生产中心、销售中心、管理中心和财务中心五大职能部门。同时为适应管理需要, 公司建立了涉及生产、采购、销售、质量、环保、合同、财务、审计、人力资源、对外投资、对外担保、募集资金、关联交易等覆盖公司生产经营各环节的规章制度, 为公司发展奠定了良好基础。

子公司控制方面, 公司对下属子公司通过全面预算, 实行统一管理。在经营决策、对外担保、关联交易、对外投资、信息披露等方面进行明确规定, 严格履行必要的审批程序。

财务管理方面, 公司根据《会计法》、《公司法》、《企业会计准则》以及国家其他有关法律、法规建立了完善的会计核算体系和财务管理制度, 实行分层领导, 逐层管理。财务管理制度方面, 公司从财务预算、货币资金、投资和担保等方面制定了较为

完备的管理制度。预算管理方面，公司规定了预算的编制、执行、分析、调整与考核等具体办法，科学设定预算目标，合理安排企业年度预算。货币资金管理方面，公司明确规定了各岗位人员分工、职责与审批权限，以及现金的适用范围和办理现金收支业务时应遵守的制度。投资管理方面，为严格控制投资风险，公司建立了科学的对外投资决策程序，明确了董事会和股东大会的对外投资审批权限，对投资项目的立项、评估、决策、实施和管理等方面做了详细的规定。担保管理方面，公司明确了担保决策程序和责任制度，对担保金额与批准权限、担保合同的订立与风险管理及担保信息的披露等作了详细规定以确保担保业务全过程得到有效控制。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》，严格履行关联交易审批程序和信息披露义务，保证关联交易价格的公允合理。公司的关联交易符合《深圳证券交易所创业板股票上市规则》和公司《章程》规定，有利于公司的经营发展，不存在损害上市公司和中小股东利益的情况。

信息披露方面，公司指定董事会秘书负责信息披露工作和投资者关系管理工作，严格按照《信息披露事务制度》、《投资者关系管理制度》等法律法规和公司章程的规定执行，真实、准确、及时、公平、完整地披露有关信息，保持法定信息披露的主动性、自觉性和透明度，并确保所有股东有平等的机会获得信息。

总体看，公司较为全面的各项规章制度及完善的治理结构和内控体系，能够保证各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司以“让出行更美好”为使命，坚持“正直勤奋、创新实践、用户第一、员工成长”的企业价值观，围绕“成为受尊敬的世界级出行消费品公司”的愿景，继续践行“围绕优质出行场景，为用户提供完整产品解决方案”的发展战略。

在品牌代工服务方面，公司进一步拓展优质客户资源，深化客户合作，优化客户结构，提升精益

管理水平和先进制造能力，保持业务持续稳定健康的增长。

在自主品牌建设方面，公司将在充分把握市场发展趋势和消费需求的前提下，做好产品，拓展渠道，有效整合营销资源，加大研发投入，延展产品品类，巩固和强化核心竞争优势，为用户提供好看、好用、价格合适的产品。

整体来看，公司的战略规划符合公司的定位，通过优化和拓展客户结构，丰富产品品类，推动技术创新，确保公司实现持续、健康的发展。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年中报。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

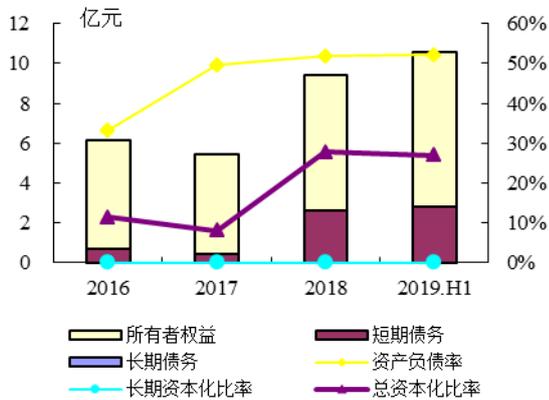
资本结构

随着业务规模的扩张，近年来公司资产和负债规模均保持较快的增长态势，2016~2018 年末，公司总资产分别为 8.12 亿元、9.90 亿元和 14.10 亿元，总负债分别为 2.70 亿元、4.91 亿元和 7.31 亿元。自有资本方面，近年来经营利润不断积累对公司自有资本增长形成一定支撑，2016~2018 年末公司净资产分别为 5.42 亿元、4.99 亿元和 6.79 亿元，2018 年末所有者权益主要包括实收资本 2.18 亿元、资本公积 0.74 亿元、盈余公积 0.37 亿元、未分配利润 3.26 亿元和少数股东权益 0.42 亿元，其中未分配利润规模较大，公司 2018 年度利润分配方案为以年末总股本为基数，每 10 股派发现金股利人民币 2 元（含税），共计分配股利 0.44 亿元，但若后期公司进行大额利润分配，则会在一定程度上削弱其自有资本实力。截至 2019 年 6 月末，公司总资产、负债和所有者权益规模分别为 16.12 亿元、8.41 亿元和 7.71 亿元，受业务扩张及并购印尼工厂影响，总资产和负债规模分别同比增长 14.30% 和 15.01%。

从财务杠杆比率来看，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末公司资产负债率分别为 33.23%、49.61%、

51.86%和 52.18%，同期总资本化比率为 11.53%、8.10%、27.74%和 26.98%。公司主要通过债务融资方式补充营运资金进行业务扩张，财务杠杆水平整体呈现上升态势。

图 4：2016~2019.H1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年及 2019 年 6 月末流动资产占总资产的比重分别为 84.78%、84.91%、82.86%和 72.60%。2018 年末公司流动资产规模为 11.68 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，其中货币资金规模为 2.40 亿元，银行存款和其他货币资金规模分别为 2.03 亿元和 0.37 亿元，受限规模为 0.42 亿元；应收账款账面余额为 2.63 亿元，账龄基本在一年以内，共计提坏账准备 0.13 亿元；存货账面余额为 4.16 亿元，主要由库存商品和发出商品构成，共计提存货跌价准备 0.03 亿元；其他流动资产规模为 2.10 亿元，主要为理财产品和待抵扣进项税额，规模分别为 1.86 亿元和 0.22 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司流动资产规模为 11.70 亿元，与上年末基本保持稳定，当期公司并购印尼工厂，前期投资银行理财产品的资金用于支付对价，导致其他流动资产较上年末减少 1.42 亿元，但业务规模扩张导致应收账款规模较上年末增长 37.73%，同时存货规模有所增长，整体流动资产规模与上年末保持稳定。

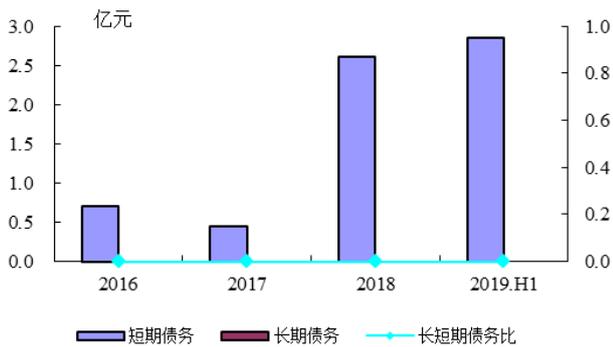
截至 2018 年末公司非流动资产规模为 2.42 亿元，占总资产的比重为 17.14%，主要由投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成，占非流动资产的比重分别为 13.05%、39.57%和 28.99%。其中，投资性房地产规模为 0.32 亿元，系公司对外出

租的房产；固定资产主要为房屋建筑物和机械设备；其他非流动资产主要为预付的公租房款和土地款。截至 2019 年 6 月末，公司非流动资产规模为 4.42 亿元，较上年末增长 82.68%，主要系滁州出行消费品项目的推进，以及印尼工厂并表导致固定资产规模增长。中诚信证评关注到，公司并购印尼工厂产生商誉 0.88 亿元，商誉规模相对较大，若后期被并购对象无法达到预期业绩将导致商誉发生减值，并将影响公司盈利。

从负债结构来看，公司负债集中于流动负债，2016~2018 年及 2019 年 6 月末流动负债占负债总额的比重分别为 96.61%、98.12%、98.64%和 98.27%。截至 2018 年末，公司流动负债规模为 7.21 亿元，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成，占流动负债的比重分别为 8.32%、27.81%和 47.35%，其中短期借款规模为 0.60 亿元，均为信用借款；应付票据规模为 2.01 亿元，均系公司开具并背书的银行承兑汇票；应付账款规模为 3.42 亿元，主要为货款和加工费。同年末公司非流动负债规模为 0.10 亿元，均为与资产相关的政府补助形成的递延收益。截至 2019 年 6 月末，公司流动负债规模为 8.26 亿元，较上年末增长 14.58%，其中其他应付款规模较上年末增长 237.26%，主要系部分印尼工厂并购款暂未支付所致。

从债务规模来看，公司债务均为短期债务，2016~2018 年末债务分别为 0.71 亿元、0.44 亿元和 2.61 亿元，年均复合增长率为 91.73%；2019 年 6 月末债务规模为 2.85 亿元，较上年末增长 9.27%。目前公司正在推进出行产业园等项目的建设，整体投资规模相对较大，或进一步推高公司债务规模。整体来看，公司债务规模增长较快，且债务期限结构单一，面临一定的短期偿债压力，债务期限结构有待优化。

图 5: 2016~2019.H1 公司长短期债务情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 随着业务的扩张, 公司资产和负债规模均大幅增长, 财务杠杆比率上升, 债务规模快速增大, 且均为短期债务, 债务期限结构有待改善。

盈利能力

随着渠道的拓展及产品品类的丰富, 公司整体业务规模逐年增长。2016~2018 年, 公司分别实现营业收入 7.76 亿元、11.62 亿元和 20.48 亿元, 年均复合增长率达 62.46%; 2019 年 1~6 月, 公司实现营业收入 12.21 亿元, 同比增长 40.71%。从毛利水平来看, 公司 B2B 业务主要为各品牌商提供贴牌服务, 产品相对较单一, 具有一定的规模优势; B2C 业务主要为用户提供高性价比的出行消费品, 同时在品牌发展初期, 为提升产品渗透率、市场占有率和销售规模, 采取相对低价的定价策略, 快速做大销售规模, 取得了预期效果, 但同时使得公司 B2B 业务初始获利能力高于 B2C 业务。随着公司 B2C 业务规模的提升, 公司整体初始获利能力有所下降, 2016~2018 年公司营业毛利率分别为 28.75%、29.61%和 25.98%; 2019 年 1~6 月, 公司 B2B 业务占比有所回升, 当期公司营业毛利率提升至 28.13%。此外, 中诚信证评关注到, 公司业务集中度较高, 若主要客户降低对公司产品的采购, 将对公司的业务规模及盈利能力造成不利影响。

从期间费用来看, 公司期间费用以销售费用和管理费用为主。随着销售渠道的不断拓展及业务规模的扩张, 公司销售费用和管理费用持续增长。2016~2018 年, 公司销售费用规模分别为 0.63 亿元、0.98 亿元和 1.90 亿元, 管理费用规模分别为 0.74 亿元、0.93 亿元和 1.35 亿元。当期, 公司三费合计

发生额分别为 1.31 亿元、1.98 亿元和 3.20 亿元, 占营业总收入的比重分别为 16.90%、17.02%和 15.63%。2019 年上半年, 公司三费合计 1.98 亿元, 占营业总收入的比重为 16.24%, 较上年全年上升 0.61 个百分点, 处于较高水平。总体来看, 随着业务规模的扩张, 公司三费规模持续增长, 且三费收入占比较高, 期间费用控制能力有待提升。

表 6: 2016~2019.H1 公司三费分析

单位: 亿元、%

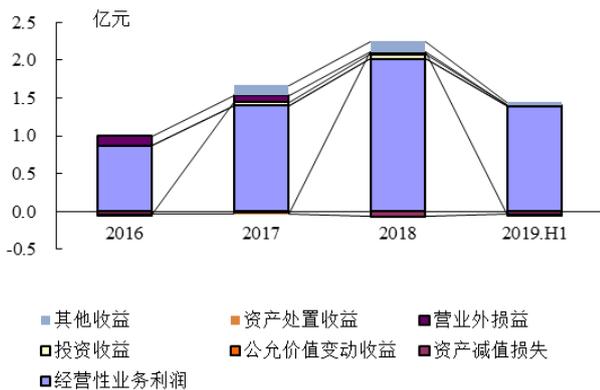
	2016	2017	2018	2019.H1
销售费用	0.63	0.98	1.90	1.10
管理费用	0.74	0.93	1.35	0.86
财务费用	-0.06	0.07	-0.05	0.03
三费合计	1.31	1.98	3.20	1.98
营业总收入	7.76	11.62	20.48	12.21
三费收入占比	16.90	17.02	15.63	16.24

注: 2018 年及 2019 年上半年中管理费用含研发费用

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要来源于经营性业务利润, 虽然近年初始获利能力整体有所下滑, 但随着业务规模的大幅扩张, 公司经营性业务利润保持增长, 2016~2018 年其规模分别为 0.87 亿元、1.40 亿元和 2.02 亿元。同期, 公司营业外损益规模分别为 0.13 亿元、0.09 亿元和 0.03 亿元, 主要为各类政府补助; 同时, 2017 年和 2018 年公司其他收益规模分别为 0.13 亿元和 0.14 亿元, 均为与收益相关的政府补助。2016~2018 年, 公司合计计提坏账准备和存货跌价准备 0.04 亿元、0.03 亿元和 0.07 亿元, 对利润形成一定侵蚀。综上, 2016~2018 年, 公司利润总额分别为 0.96 亿元、1.63 亿元和 2.18 亿元, 净利润分别为 0.81 亿元、1.42 亿元和 1.84 亿元。2019 年上半年, 公司经营性业务利润规模为 1.39 亿元, 分别取得其他收益和投资收益 0.04 亿元和 0.02 亿元, 计提坏账损失 0.03 亿元, 最终实现利润总额 1.41 亿元, 同比增长 34.94%; 取得净利润 1.18 亿元, 同比增长 31.44%。

图 6: 2016~2019.H1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年业务规模快速增长, 推动整体经营效益的增强, 但随着 B2C 业务规模的快速提升, 公司整体业务初始获利能力有所下滑。

偿债能力

从债务规模来看, 2016~2018 年及 2019 年 6 月末, 公司总债务分别为 0.71 亿元、0.44 亿元、2.61 亿元和 2.85 亿元, 且均为短期债务, 面临一定短期的偿债压力。

表 7: 2016~2019.H1 公司偿债能力分析

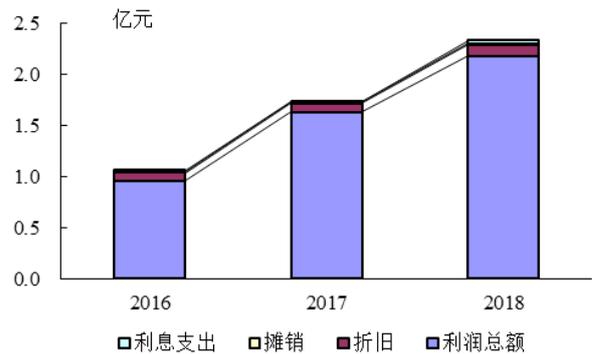
	2016	2017	2018	2019.H1
总债务 (亿元)	0.71	0.44	2.61	2.85
短期债务 (亿元)	0.71	0.44	2.61	2.85
EBITDA (亿元)	1.06	1.73	2.33	-
EBITDA 利息倍数 (X)	59.61	612.23	75.08	-
总债务/EBITDA (X)	0.67	0.25	1.12	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	49.43	544.63	46.93	-10.23
经营活动净现金/总债务 (X)	1.25	3.50	0.56	-0.18*
资产负债率 (%)	33.23	49.61	51.86	52.18
总资本化比率 (%)	11.53	8.10	27.74	26.98

注: 带“*”指标已经年化。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成, 2016~2018 年分别为 1.06 亿元、1.73 亿元和 2.33 亿元, 获现能力随着业务规模的扩张逐年增强。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 0.67 倍、0.25 倍和 1.12 倍; 同期, 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 59.61 倍、612.23 倍和 75.08 倍。总的来看, 公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所波动, 但整体保障能力较强。

图 7: 2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2016~2018 年公司经营性净现金流规模分别为 0.88 亿元、1.54 亿元和 1.46 亿元, 经营活动净现金/总债务分别为 1.25 倍、3.50 倍和 0.56 倍; 经营活动净现金/利息支出分别为 49.43 倍、544.63 倍和 46.93 倍。2019 年上半年, 公司销售回款有所放缓, 同时采购环节付款节奏加快, 导致当期经营活动净现金流表现为净流出, 规模为 -0.26 亿元, 无法为债务本息提供保障。总的来看, 受总债务和利息支出规模影响, 公司经营性净现金流对债务本息的保障程度波动较大, 且近期经营活动净现金流表现为净流出, 中诚信证评将关注后期公司经营活动净现金流的变动情况。

或有负债方面, 截至 2019 年 6 月末, 公司未为外部公司提供担保, 为子公司担保及子公司为子公司担保合计 3.02 亿元, 占当期末归属于母公司净资产的比重为 42.50%, 存在一定的或有负债风险。

根据公开资料显示, 截至 2019 年 6 月末, 公司在公开市场无信用违约记录。此外根据公司提供的企业信用报告及相关资料, 截至 2019 年 7 月 4 日, 公司借款均能够到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。

受限资产方面, 截至 2019 年 6 月末, 公司受限资产合计 0.93 亿元, 占当期总资产的比例为 5.77%。

财务弹性方面, 公司与建设银行、工商银行、平安银行等商业银行建立了良好的合作关系, 间接融资渠道畅通。截至 2019 年 6 月末, 公司获得的银行授信额度合计 11.70 亿元, 其中尚未使用的银行授信额度为 9.46 亿元。同时, 作为 A 股上市公司, 公司可有效利用资本市场获得资金支持。整体

来看，公司具备一定的财务弹性。

综合来看，公司规模快速提升，经营效益增强，但财务杠杆比率和债务规模上升较快，且债务期限结构不合理，面临一定的短期偿债压力；同时，出行消费品工业建设项目投资将使得公司面临一定的资本支出压力；此外，公司业务集中度较高，需关注单一主要客户经营变化可能对公司带来的潜在不利影响。

结 论

综上，中诚信证评评定安徽开润股份有限公司主体信用级别为 A^+ ，评级展望为稳定；评定“安徽开润股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券”信用级别为 A^+ 。

关于安徽开润股份有限公司 创业板公开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。

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，并根据上市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。

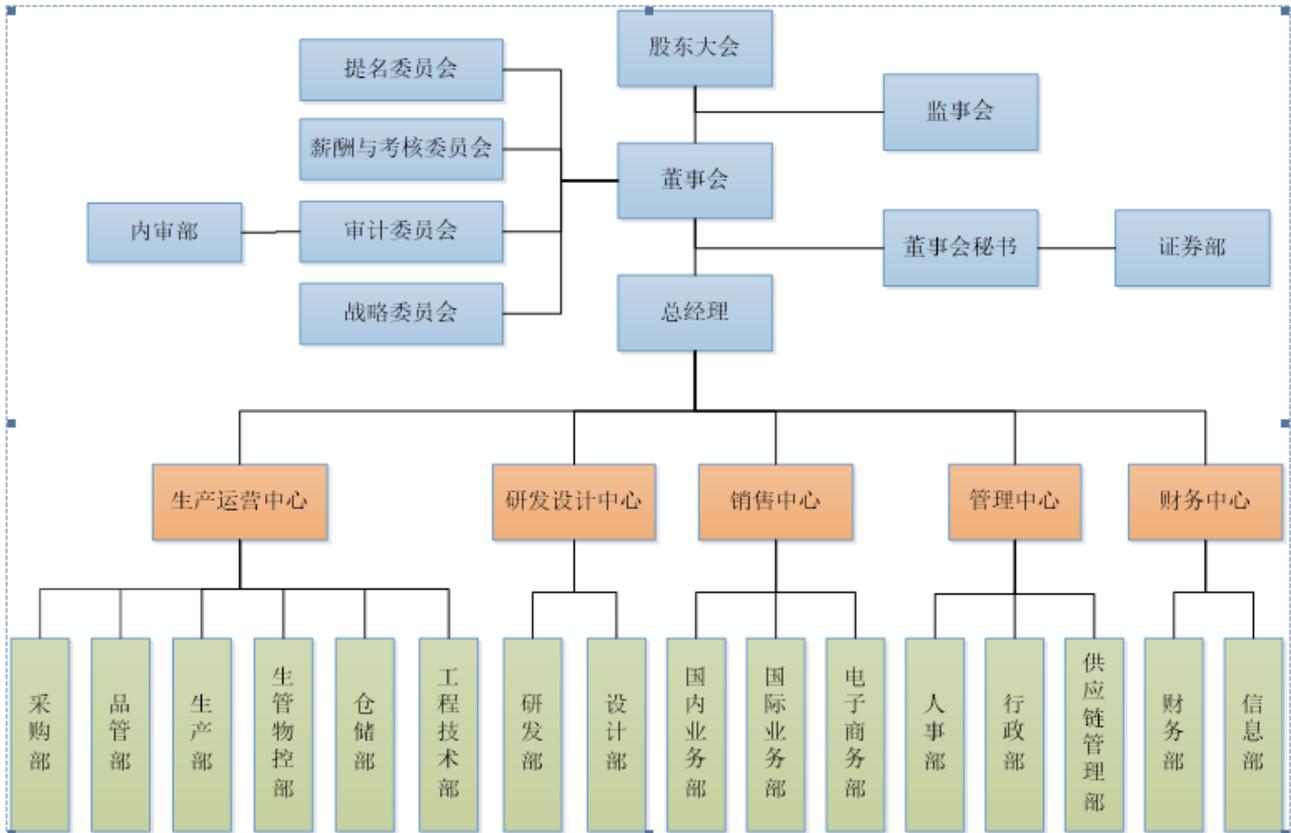
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：安徽开润股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）

序号	子公司全称	子公司简称	持股比例 (%)	
			直接	间接
		范劲松		
		61.40%		
		安徽开润股份有限公司		
1	上海珂润箱包制品有限公司	上海珂润	100.00	—
2	Korrund International PTE. LTD.	开润国际	—	100.00
3	上海润米科技有限公司	上海润米	76.93	—
4	滁州珂润箱包制品有限公司	滁州珂润	100.00	—
5	沃歌（上海）品牌管理有限公司	上海沃歌	100.00	—
6	丰荣（上海）电子科技有限公司	丰荣电子	100.00	—
7	上海硕米科技有限公司	上海硕米	76.00	—
8	Korrund India Private Limited	印度珂润	99.9999	0.0001
9	上海派润商贸有限公司	上海派润	60.00	—
10	上海骥润商务咨询有限公司	上海骥润	100.00	—
11	上海珂榕网络科技有限公司	上海珂榕	80.00	—
12	宁波浦润投资合伙企业(有限合伙)	浦润合伙	99.90	0.10
13	上海匠润商贸有限公司	上海匠润	—	60.00
14	宁波浦润投资管理有限公司	浦润有限	100.00	—
15	滁州米润科技有限公司	滁州米润	100.00	—
16	滁州锦林环保材料有限公司	滁州锦林	—	60.00
17	滁州开润未来箱包制品有限公司	滁州开润	—	100.00
18	滁州松林箱包材料有限公司	滁州松林	—	100.00
19	Korrund (HK) Limited	开润香港	—	100.00
20	FORMOSA BAG(SG)PTE.LTD.	新加坡宝岛	—	100.00
21	FORMOSA INDUSTRIAL(SG)PTE.LTD.	新加坡物业	—	100.00
22	PT FORMOSA BAG INDONESIA	印尼宝岛	—	100.00
23	PT FORMOSA DEVELOPMENT	宝岛物业	—	100.00
24	JinLin(SG) PTE.LTD.	新加坡锦林	—	60.00
25	PT.JinLin Luggage Indonesia	印尼锦林	—	60.40

附二：安徽开润股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



附三：安徽开润股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.H1
货币资金	39,017.59	19,225.98	23,989.67	26,459.90
应收账款净额	15,595.87	19,822.47	24,992.34	34,421.53
存货净额	11,025.82	28,337.56	41,348.09	44,779.66
流动资产	68,804.91	84,034.94	116,815.52	116,999.64
长期投资	21.50	829.50	1,708.74	2,226.72
固定资产合计	10,884.73	12,234.00	13,294.57	23,420.16
总资产	81,155.34	98,971.58	140,983.53	161,150.70
短期债务	7,063.13	4,394.38	26,059.23	28,475.66
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务	7,063.13	4,394.38	26,059.23	28,475.66
总负债	26,967.23	49,099.15	73,118.02	84,094.75
所有者权益（含少数股东权益）	54,188.11	49,872.43	67,865.51	77,055.95
营业总收入	77,577.45	116,243.66	204,807.02	122,121.31
三费前利润	21,833.12	33,764.46	52,215.86	33,737.35
投资收益	-8.50	468.81	574.10	155.08
净利润	8,109.73	14,182.98	18,438.50	11,788.04
EBITDA	10,612.24	17,313.08	23,349.20	-
经营活动产生现金净流量	8,799.58	15,401.46	14,595.08	-2,568.73
投资活动产生现金净流量	-1,672.84	-31,603.87	-17,633.78	1,662.09
筹资活动产生现金净流量	24,344.81	-2,998.35	4,215.54	-2,103.92
现金及现金等价物净增加额	31,572.36	-19,435.01	1,567.34	-2,849.96
财务指标	2016	2017	2018	2019.H1
营业毛利率（%）	28.75	29.61	25.98	28.13
所有者权益收益率（%）	14.97	28.44	27.17	30.60*
EBITDA/营业总收入（%）	13.68	14.89	11.40	-
速动比率（X）	2.22	1.16	1.05	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	1.25	3.50	0.56	-0.18*
经营活动净现金/短期债务（X）	1.25	3.50	0.56	-0.18*
经营活动净现金/利息支出（X）	49.43	544.63	46.93	-10.23
EBITDA 利息倍数（X）	59.61	612.23	75.08	-
总债务/EBITDA（X）	0.67	0.25	1.12	-
资产负债率（%）	33.23	49.61	51.86	52.18
总资本化比率（%）	11.53	8.10	27.74	26.98
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、带“*”指标已经年化。

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。