

安徽开润股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 24 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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 本跟踪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]跟踪 1076 号

安徽开润股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；

维持“开润转债”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

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持安徽开润股份有限公司（以下简称“开润股份”或“公司”）的主体信用等级为 **A+**，评级展望为稳定；维持“开润转债”的信用等级为 **A+**。中诚信国际肯定了开润股份客户资源优质及产能规模持续扩张对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司股权投资扩大，投资收益情况需保持关注、客户集中度很高，国内市场恢复不及预期、债务规模持续扩张等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

开润股份（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	19.70	30.32	35.13	34.81
所有者权益合计（亿元）	9.00	16.36	17.31	17.73
总负债（亿元）	10.70	13.97	17.81	17.08
总债务（亿元）	3.66	7.39	10.73	11.05
营业总收入（亿元）	26.95	19.44	22.89	6.12
净利润（亿元）	2.37	0.66	1.73	0.44
EBIT（亿元）	2.87	1.05	2.23	0.58
EBITDA（亿元）	3.05	1.44	2.83	--
经营活动净现金流（亿元）	1.42	1.34	0.47	-0.88
营业毛利率(%)	27.77	28.48	26.58	25.04
总资产收益率(%)	17.00	4.19	6.81	6.64*
资产负债率(%)	54.30	46.06	50.71	49.06
总资本化比率(%)	28.90	31.13	38.26	38.39
总债务/EBITDA(X)	1.20	5.15	3.79	--
EBITDA 利息倍数(X)	71.18	5.77	7.47	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、带*号指标为年化。

正面

■ **客户资源优质。**公司主要从事箱包生产制造及销售业务，下游主要客户包括耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕、VF 集团、PUMA 等，以行业头部企业为主。跟踪期内，公司客户资源进一步丰富，拓展 Jansport、Dickies、李宁等优质客户，客户结构不断完善，对未来业绩提供良好支撑。

■ **印尼、滁州产能均在扩建中，产能规模持续扩张。**2021 年以来，公司滁州产业园和印尼产业园项目陆续投建，产能持续扩张。

关注

■ **公司股权投资扩大，投资收益值得关注。**公司跟踪期内对外投资规模扩大，部分被投资企业仍处于亏损状态，中诚信国际将对公司投资收益情况保持关注。

■ **客户集中度很高，且国内营收恢复不及预期。**公司前五大客户收入占营业总收入比重超过 55%，客户集中度仍然很高；另外，受疫情影响，2021 年公司国内销售收入 8.04 亿元，同比减少 10.8%，市场恢复不及预期。

■ **债务规模持续扩张。**跟踪期内，公司债务规模持续扩张，致使公司总资本化率和资产负债率均有所增长。

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。

■ **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、收入水平大幅扩张，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，债务水平持续攀升，流动性压力加大。

行业比较

2021 年部分纺织服装企业主要指标对比表

公司名称	主要产品及产能	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
际华集团	职业装 3,829 万件/年、职业鞋靴 5,994 万双/年	282.99	40.40	23.01	154.94	-1.66	11.52
开润股份	旅行箱 122 万件/年、包袋 2,550 万件/年	35.13	50.71	38.26	22.89	1.73	0.47

注：“际华集团”为“际华集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
开润转债	A+	A+	2021/5/12	2.23	2.22	2019/12/26~2025/12/26	有条件赎回、有条件回售

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定期与不定期跟踪评级，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

中诚信国际关注到，开润转债的募投项目“滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目”投资使用进度较慢，主要系该项目于 2019 年完成方案确定与申报，彼时疫情尚未爆发，但 2020 年以来，受疫情影响，该项目的建设施工进度、设备招标采购、安装调试等周期明显延长，项目整体进度放缓，实施进度未达预期。公司于 2022 年 4 月 26 日召开董事会，审议通过了《关于部分募集资金投资项目延期的议案》，将该项目达到预定可使用状态的时间延长至 2023 年 12 月 31 日。

表 1：截至 2022 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	1.50	0.77	否
	补充流动资金	0.67	0.67	否
	合计	2.17	1.44	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数

据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总

量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年国内旅游震荡性修复，2022年一季度以来较为严峻的疫情防控形势对国内旅游业的影响不容乐观，但长远来看，箱包行业集中度在疫情影响下有望提升

随着国内疫情企稳，2021年出行市场明显复苏，但仍未完全恢复至疫情前水平。具体来看，2021年上半年，旅游市场修复较好，根据中华人民共和国文化和旅游部（以下简称“文旅部”）数据，2021年清明节假期，全国国内旅游出游1.02亿人次，按可比口径同比增长144.6%，恢复至疫情前同期的94.5%。此外，为了利用旅游促进国民消费的热情，

2021年五一假期延续了2020年因为疫情而增加的放假天数，出游人数较疫情前同期（2019年）的1.95亿人次增加了0.35亿人次，达到2.3亿人次。但2021年暑期多地紧急暂停跨省旅游等活动，2021年国庆假期，国内游出游人数为5.15亿人次，按可比口径同比减少1.5%，按可比口径恢复至疫情前同期的70.1%，下半年恢复速度有所放缓。上述因素综合影响下，2021年度国内旅游总人次32.46亿人次，比上年同期增加3.67亿人次，同比增长12.8%；国内旅游收入2.92万亿元，比上年同期增加0.69万亿元，同比增长31.0%。

2022年2月以来，新一轮疫情相继在深圳、上海等多个一线城市爆发，较为严格的疫情防控政策限制了居民出行安排，跨省旅游遭到重创，旅游市场活力下降，对旅游业的冲击超预期。根据文旅部数据，2022年一季度，国内旅游总人次8.30亿人次，比上年同期减少1.94亿人次，下降19.0%；国内旅游收入0.77万亿元，比上年同期增加0.03万亿元，增长4.0%。2022年二季度以来，较为严峻的疫情防控形式下，国内居民旅游意愿不强，根据文旅部测算数据，清明假期三天，全国国内旅游出游合计7,541.9万人次，同比减少26.2%，按可比口径恢复至疫情前同期的68.0%；实现国内旅游收入187.8亿元，同比减少30.9%，恢复至疫情前同期的39.2%；五一小长假期间，全国国内旅游出游1.6亿人次，同比减少30.2%，按可比口径恢复至疫情前同期的66.8%；实现国内旅游收入646.8亿元，同比减少42.9%，按可比口径恢复至疫情前同期的44.0%，本地休闲和自驾周边游成为新的趋势。总体而言，疫情下旅游产业发展仍较为脆弱，旅游市场活力及消费者信心的恢复仍有待观察。

箱包与出行市场强相关，疫情爆发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，随着疫情对出行消费市场的影响逐渐减少并消失，全球出行及箱包市场空间仍然较大，根据欧睿数据，预计2025年全球箱包市场规模将达到1,949亿美元，中国箱包市

场规模将达到 3,379 亿元人民币。

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，疫情反复在短期内虽影响旅游业的复苏，但有利于箱包行业落后产能的出清，提升行业的集中度。随着疫情致死率下降和防控措施的成熟，在旅游出行复苏的进程中，龙头企业综合竞争实力有望进一步提升。

跟踪期内公司产权结构稳定，财务总监及监事发生变更

跟踪期内，公司财务总监和监事发生变更。公司新聘任刘凯担任公司财务总监，同时原公司监事蔡刚因个人原因离职，公司选举刘甜甜担任公司监事。

产权结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司控股股东和实控人范劲松先生持有公司 55.73% 的股份，同比 2021 年 3 月末变动不大。截至 2022 年 5 月 16 日，范劲松质押 0.45 亿股公司股票，占其持股比例的 33.73%，占公司总股本比例 18.80%。

跟踪期内，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 1,183,414 股，成交总金额为 26,967,944.95 元（不含交易费用），占公司总股本的 0.49%。

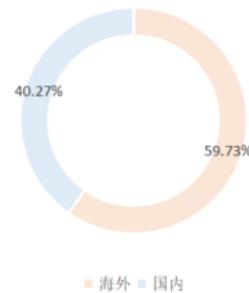
跟踪期内，公司部分产线投产，产能持续扩张，滁州和印尼生产基地建设进度缓慢，投资进度和产能释放情况值得关注

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、大嘴猴的箱包产品，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。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。

自主产能方面，截至 2021 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。2021 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，部分产线已经投产使用，公司旅行箱和包袋产能增幅明显，2021 年产能增幅分别为 28.42% 和 27.31%。

图 1：截至 2021 年公司产能占比情况



资料来源：公司 2021 年报，中诚信国际整理。

中诚信国际注意到，公司规划在建产能较多，但目前投资进展受疫情影响较为缓慢。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米润科技有限公司优质出行软包制造项目，部分产线已经建成；而印尼产业园项目分为两期建设，将于 2023 年达产。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目未来三年计划投资金额为 3.55 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。中诚信国际将对公司在建项目的投资进度及投产后产能释放和运营效益情况保持关注。

表 2：截至 2022 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 2022 年 3 月末已投资	项目投资计划		
			2022.4-12	2023	2024

出行产业园项目	2023/12/31	1.01	0.78	0.10	0.00
印尼产业园项目	2023/12/31	0.77	1.14	1.02	0.06
信息化建设	2024/06/30	0.05	0.15	0.20	0.10
合计	--	1.83	2.07	1.32	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，2021 年公司向前五大供应商合计采购金额为 3.05 亿元，占采购总额的比例为 14.87%，同比略有下降，供应商集中度较低。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 2 至 3 个月。

表 3：2021 年公司前五大采购商情况（万元、%）

供应商名称	商品种类	采购金额	占比
供应商一	旅行箱	8,871.16	4.32
供应商二	旅行箱	6,570.91	3.20
供应商三	包袋	5,967.70	2.91
供应商四	包袋	5,282.21	2.57
供应商五	包袋	3,840.37	1.87
合计	--	30,532.36	14.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2021 年，公司新增对上海嘉乐股份有限公司（以下简称“上海嘉乐”）投资 0.90 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司持有上海嘉乐 35.944% 的股权。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。2021 年上海嘉乐实现营业收入 9.76 亿元，实现净利润-0.28 亿元。跟踪期内，公司借助自身渠道资源，为上海嘉乐引入一些大客户，中诚信国际将对上海嘉乐未来业绩的恢复情况保持关注。

跟踪期内，海外市场需求恢复带动公司产品产销量同比增长，但国内营收恢复不及预期

产销量方面，2021 年以来，受海外需求恢复较快影响，公司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	2019	2020	2021	2022.1~3
----	----	------	------	------	----------

旅行箱	自产产能	95	95	122	34
	自产产量	76	54	97	29
	产能利用率	80	57	80	85
	总产量	357	194	206	60
	销量	322	196	200	54
包袋	自产产能	1,921	2,003	2,550	791
	自产产量	1,810	1,775	2,172	758
	产能利用率	94	89	85	96
	总产量	6,072	4,067	4,139	1,277
	销量	5,729	3,812	4,117	1,178

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 Jansport、Dickies、李宁等优质新客户，客户结构不断完善，2021 年，受益于耐克和迪卡侬等客户需求增加，代工制造业务实现收入 14.64 亿元，同比增加 24.02%。品牌经营业务方面，受公司调整小米产品结构并下架部分产品影响，小米产品收入有所下降；但受公司加大对自有品牌产品的海外拓展力度影响，收入同比实现较大增长，综合影响下，2021 年，品牌经营业务收入 7.56 亿元，同比提升 3.19%，但渠道运营、获客等成本仍然较高，业务运营业绩承压。

从海内外销售收入来看，2021 年以来，海外疫情管控措施放松和公司加强海外市场拓展，海外订单同比增长，公司海外销售收入 14.85 亿元，同比增长 42.45%；公司国内销售收入 8.04 亿元，同比减少 10.8%，主要受疫情影响，市场恢复不及预期。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 2021 年以来均有所上升。2021 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 55.98%，同比略有下降，但集中度仍较高。

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 6：2021 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	33,565.53	14.66
客户二	包袋	30,474.80	13.31
客户三	包袋	28,152.87	12.30
客户四	包袋、旅行箱	27,738.70	12.12
客户五	包袋	8,205.43	3.59
合计	--	128,137.32	55.98

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。

财务分析

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	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅行箱	81,824.46	22.37	42,272.13	27.06	44,822.37	26.83
包袋	165,284.82	31.67	131,997.37	28.94	146,570.08	27.77
其他业务	22,372.57	18.74	20,111.92	28.45	37,504.08	21.63
合计/年均	269,481.86	27.77	194,381.43	28.48	228,896.52	26.58

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。2021 年受销售人员薪资提升和市场平台运营费用增加影响，销售费用同比增加。管理费用增长主要系人员薪酬上升影响。受上述因素的影响，2021 年公司的期间费用同比增加，但受益

以下分析基于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 2019~2021 年度财务报表和未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数。为计算有息债务，中诚信国际已将公司租赁负债中的有息债务调整至长期债务。

跟踪期内，受海外代工订单回暖影响，公司业务收入规模和盈利水平均有所提升

2021 年，海外市场回暖，推动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，且当年公司增加了对各类出行配件类产品的市场开拓力度，带动其他业务销售收入大幅提升。综合影响下，公司销售收入同比提升 17.76%，其中海外销售占比由 53.63% 提升至 64.87%。毛利率方面，受疫情影响，海运运力紧张，运费提升及原材料价格上涨，致使 2021 年海外销售毛利率同比减少拉低公司整体毛利率水平。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。2022 年一季度，公司实现收入 6.12 亿元，同比增加 35.56%，主要受海外国家出行逐步放开，带动订单增加较多所致；毛利率为 25.04%，同比略有下降。

于营业总收入提升，公司的期间费用率略有下降。2022 年一季度，公司期间费用率仍保持下降态势，公司费用管控能力略有提升。2021 年公司的利润仍以经营性业务利润为主，受益于营业收入规模提升，公司经营性业务利润明显提升，同时受益于金融资

产公允价值变动损益和参投合伙企业投资项目收益提升，公司公允价值变动损益和投资收益均明显提升，为公司利润提供一定补充。综合影响下，公司 EBITDA 利润率和总资产收益率均有提升。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	2.57	2.16	2.69	0.63
管理费用	1.26	1.65	1.70	0.49
研发费用	0.78	0.73	0.63	0.16
财务费用	0.01	0.25	0.31	0.09
期间费用合计	4.62	4.78	5.33	1.36
期间费用率(%)	17.13	24.61	23.29	22.22
经营性业务利润	2.92	0.87	1.57	0.53
资产减值损失	0.13	0.19	0.17	-0.01
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.24	0.01
投资收益	0.04	0.15	0.33	-0.06
利润总额	2.83	0.84	1.95	0.50
EBIT	2.87	1.05	2.23	0.58
EBITDA	3.05	1.44	2.83	--
EBITDA 利润率(%)	11.32	7.39	12.36	--
总资产收益率(%)	17.00	4.19	6.81	6.64*

注：1、表中资产减值损失包含信用减值损失；2、带*号指标为年化。
 资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总资产规模进一步扩大；对外投资需求较多，债务规模和财务杠杆水平均呈上升态势

近年来，公司资产规模维持增长态势。跟踪期内，公司资产仍主要由流动资产构成，且主要为货币资金、应收账款及存货。截至 2021 年末，由于公司推进募投项目建设、对外投资和备货增加，货币资金规模同比下降，货币资金受限金额为 0.66 亿元，主要为银行承兑汇票和信用证保证金；存货增加主要系公司为应对原材料涨价及疫情下海外物流受阻的风险，提前采购备货所致。在销售规模提升的带动下，2021 年公司应收账款的规模同比增长，中诚信国际关注到，截至 2021 年末，公司应收账款前五名客户占总应收账款比例为 54.29%，集中度偏高，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。

非流动资产方面，2021 年公司投资珠海玖菲特玖安股权投资基金合伙企业（有限合伙）12,820 万

¹ 上海摩象网络科技有限公司是一家专注于计算机视觉，以消费级智能硬件为核心业务的小米生态链企业，该公司实控人为范劲松。

元和上海嘉乐 7.25% 的股权 9,000 万元，导致长期股权投资大幅增长；在建工程的增长主要是公司对滁州出行产业园、印尼产业园、信息化建设项目及其他工程的投资增加；2021 年末其他非流动金融资产增长，主要系公司当年增加了对天津初林股权投资合伙企业（有限合伙）、上海摩象网络科技有限公司¹ 的股权投资，并按公允价值确认了对浙江凌迪数字科技有限公司的股权投资。中诚信国际关注到，公司对外投资规模持续增加，且部分被投企业尚处于亏损状态，公司未来投资收益情况有待关注。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	4.17	10.53	8.48	7.99
应收账款	4.13	3.83	4.77	5.02
存货	5.41	3.89	5.33	5.43
其他流动资产	0.60	0.44	0.97	1.04
流动资产	14.81	20.02	20.53	20.17
投资性房地产	0.30	0.71	0.46	0.45
长期股权投资	0.28	4.27	6.78	6.77
固定资产	1.91	2.23	2.22	2.21
在建工程	0.15	0.37	1.52	1.88
商誉	0.91	0.85	0.81	0.80
无形资产	0.46	0.96	0.95	0.91
其他非流动金融资产	0.03	0.04	0.68	0.41
非流动资产	4.88	10.31	14.60	14.63
总资产	19.70	30.32	35.13	34.81

注：表中应收账款包含应收账款融资金额。
 资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以有息债务和应付账款为主，2021 年以来，公司保持一定股权的投资规模，负债及债务规模均呈上升态势，公司的债务结构有所优化。受益于利润累积，所有者权益规模有所提升，但受债务规模扩张影响，资产负债率和总资本化比率均有所上升。

表 10：近年来公司主要负债及相关指标情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	3.64	5.77	7.04	7.37
长期债务	0.02	1.63	3.69	3.67
长短期债务比 (X)	223.04	3.54	1.91	2.01
总债务	3.66	7.39	10.73	11.05
应付账款	4.78	4.32	4.77	3.92

总负债	10.70	13.97	17.81	17.08
所有者权益合计	9.00	16.36	17.31	17.73
资产负债率	54.30	46.06	50.71	49.06
总资本化比率	28.90	31.13	38.26	38.39

注：短期债务与长期债务之和不等于总债务系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营活动净现金流同比大幅下降，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力走势不一，公司流动性尚可

2021 年，经营活动净现金流同比下降幅度较大，主要系公司为应对材料涨价，提前采购备货所致。2021 年，公司推进募投项目建设进度，并持续对外投资，投资活动现金流出维持一定规模。筹资活动方面，由于 2021 年未进行定向增发股份和发行可转债，筹资活动净现金流入规模明显回落。2022 年一季度，受结算周期影响，经营活动净现金流为负。

2021 年，公司盈利有所提升，EBITDA 对利息和债务覆盖能力均同比增长；但由于经营活动净现金流降幅较大，其对债务本息的覆盖能力有所减弱。另外，2021 年以来货币资金对债务的覆盖能力虽有所下降，但仍可以覆盖短期债务，公司流动性压力尚可。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	1.42	1.34	0.47	-0.88
投资活动净现金流	-0.26	-6.28	-4.36	0.11
筹资活动净现金流	0.19	11.80	1.57	0.31
经营活动净现金流/短期债务	0.39	0.23	0.07	-0.48*
经营活动净现金流/总债务	0.39	0.18	0.04	-0.32*
经营活动净现金流/利息支出	33.16	5.41	1.25	-9.02
经调整的经营净现金流/总债务（%）	25.90	11.94	-0.05	--
EBITDA 利息保障倍数	71.18	5.77	7.47	--
总债务/EBITDA	1.20	5.15	3.79	--
EBITDA/短期债务	0.84	0.25	0.40	--
货币资金/短期债务	1.14	1.83	1.20	1.08

注：加*为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较小，无对外担保

公司为创业板上市公司，具有直接融资渠道。此外，截至 2022 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得综合授信额度 20.22 亿元，其中尚未使用的授信额度为 11.07 亿元。

资产抵质押方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 0.64 亿元，均为货币资金，占期末总资产比重为 1.83%，主要作为票据保证金和授信质押款。

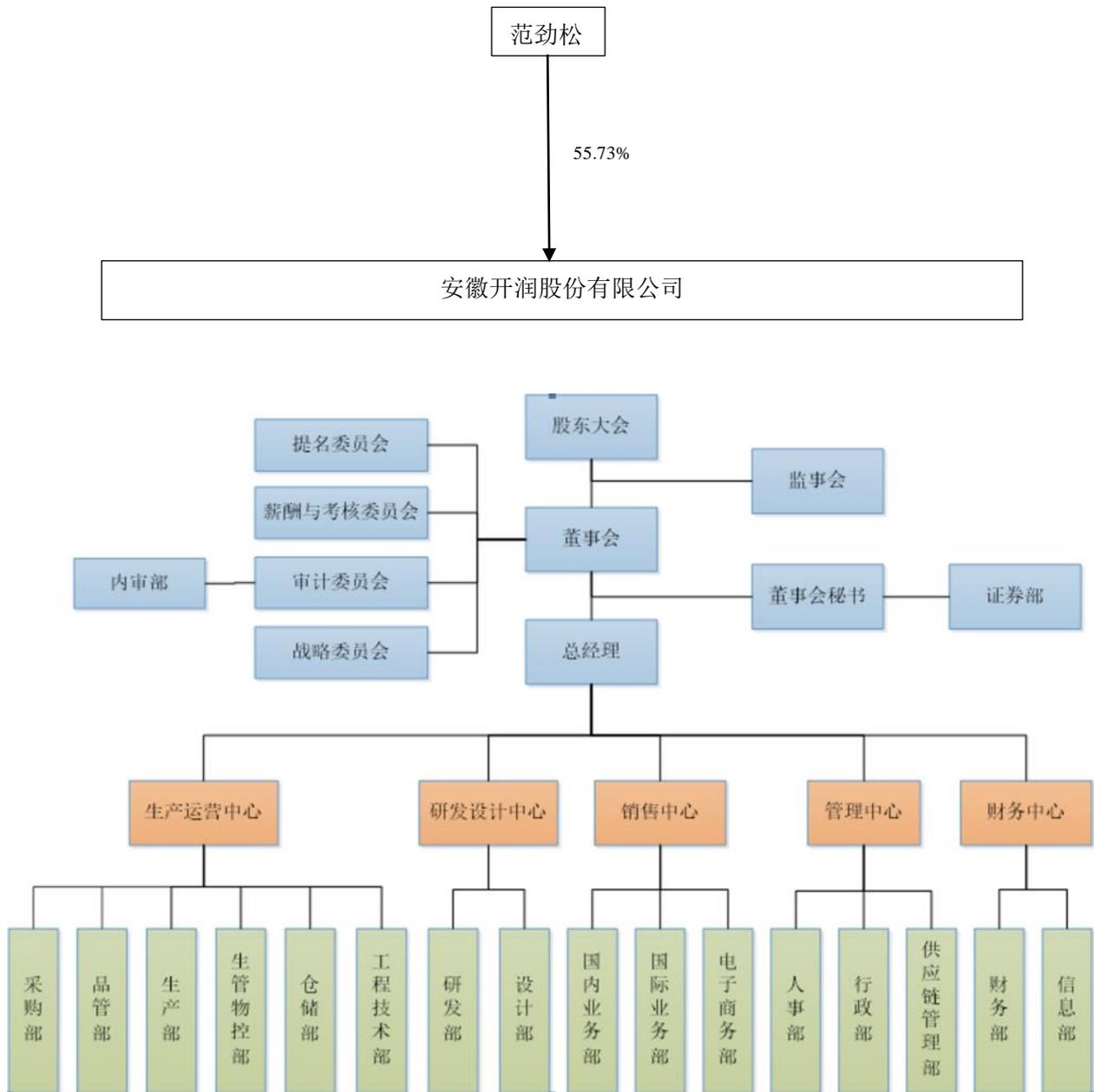
对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对合并范围以外的对外担保。未决诉讼方面，截至 2021 年末，公司无对公司运营产生影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

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，2019 年~2022 年 5 月 20 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，中诚信国际维持安徽开润股份有限公司的主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；维持“开润转债”的信用等级为 **A⁺**。

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 2022 年 3 月 31 日）



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：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	41,654.72	105,320.85	84,763.63	79,863.58
应收账款净额	41,315.18	38,347.26	47,744.64	50,164.69
其他应收款	1,986.86	2,572.81	2,390.61	2,958.01
存货净额	54,135.76	38,909.52	53,301.43	54,283.78
长期投资	3,092.90	43,094.89	74,609.09	71,791.88
固定资产	19,062.94	22,304.00	22,229.24	22,066.61
在建工程	1,473.04	3,713.24	15,174.52	18,807.14
无形资产	4,622.96	9,581.91	9,496.92	9,124.33
总资产	196,974.76	303,248.77	351,286.90	348,062.98
其他应付款	9,371.70	1,385.46	3,240.04	3,400.52
短期债务	36,435.60	57,687.24	70,362.90	73,716.52
长期债务	163.36	16,254.97	36,912.32	36,744.60
总债务	36,598.96	73,942.21	107,275.22	110,461.12
净债务	-5,055.76	-31,378.64	22,511.59	30,597.55
总负债	106,955.21	139,671.31	178,147.66	170,759.30
费用化利息支出	428.67	2,115.28	2,832.30	810.47
资本化利息支出	0.00	370.84	956.84	165.31
所有者权益合计	90,019.55	163,577.46	173,139.24	177,303.68
营业总收入	269,481.86	194,381.43	228,896.52	61,176.18
经营性业务利润	29,177.75	8,738.78	15,707.06	5,312.05
投资收益	376.67	1,547.72	3,287.01	-568.70
净利润	23,699.13	6,648.75	17,265.29	4,396.76
EBIT	28,723.56	10,471.48	22,290.97	5,800.52
EBITDA	30,511.38	14,355.19	28,294.88	--
经营活动产生现金净流量	14,214.50	13,438.75	4,743.12	-8,805.79
投资活动产生现金净流量	-2,567.08	-62,839.34	-43,604.97	1,110.71
筹资活动产生现金净流量	1,881.48	117,977.12	15,660.75	3,051.13
资本支出	6,693.48	15,843.81	17,974.58	5,405.83

财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	27.77	28.48	26.58	25.04
期间费用率(%)	17.13	24.61	23.29	22.22
EBITDA 利润率(%)	11.32	7.39	12.36	--
总资产收益率(%)	17.00	4.19	6.81	6.64*
净资产收益率(%)	30.02	5.24	10.26	10.04
流动比率(X)	1.41	1.71	1.51	1.57
速动比率(X)	0.89	1.37	1.12	1.15
存货周转率(X)	4.08	2.99	3.64	3.41*
应收账款周转率(X)	8.13	4.88	5.32	5.00*
资产负债率(%)	54.30	46.06	50.71	49.06
总资本化比率(%)	28.90	31.13	38.26	38.39
短期债务/总债务(%)	99.55	78.02	65.59	66.74
经营活动净现金流/总债务(X)	0.39	0.18	0.04	-0.32*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.23	0.07	-0.48*
经营活动净现金流/利息支出(X)	33.16	5.41	1.25	-9.02
经调整的经营净现金流/总债务(%)	25.90	11.94	-0.05	--
总债务/EBITDA(X)	1.20	5.15	3.79	--
EBITDA/短期债务(X)	0.84	0.25	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	71.18	5.77	7.47	--
EBIT 利息保障倍数(X)	67.01	4.21	5.88	5.94

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、标*指标经过年化处理；3、中诚信国际已将租赁负债调整到长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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）
经营效率	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）
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
现金流	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
偿债能力	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
偿债能力	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。