

2022 年明新旭腾新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【322】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年明新旭腾新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
明新转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：明新旭腾新材料股份有限公司（以下简称“明新旭腾”或“公司”，股票代码：605068.SH）跟踪期内非牛皮革和牛皮革收入均保持增长，带动公司主营业务收入同比提升 31.61%，且基于汽车零部件供应商进入整车厂的认证考核制度严格，终端客户仍具备一定粘性；2024 年多个产能建设项目顺利推进并陆续投入使用，规模化效应逐步显现，为后续发展奠定基础。但中证鹏元也关注到，2024 年公司销售毛利率进一步下滑，同期因对下游客户大幅计提减值，导致公司由盈转亏，经营活动现金净流入进一步收窄，流动性压力边际提升，债务偿付压力加大。2024 年公司客户集中度偏高且需关注新增产能利用不及预期，固定成本对盈利的侵蚀。

评级日期

2025 年 06 月 24 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	35.39	35.35	34.40	33.09
归母所有者权益	16.80	16.69	18.76	19.17
总债务	12.75	12.74	11.50	10.40
营业收入	2.82	11.79	9.06	8.56
净利润	0.10	-1.72	0.55	1.00
经营活动现金流净额	-0.02	0.14	0.57	0.82
净债务/EBITDA	--	5.47	2.39	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	2.45	3.09	5.89
总债务/总资本	43.16%	43.29%	38.00%	35.17%
FFO/净债务	--	4.44%	23.69%	-75.64%
EBITDA 利润率	--	11.47%	17.72%	21.32%
总资产回报率	--	-4.34%	2.97%	4.70%
速动比率	1.13	1.20	2.10	2.74
现金短期债务比	1.00	1.10	2.18	3.31
销售毛利率	23.75%	20.50%	26.06%	32.49%
资产负债率	52.54%	52.78%	45.46%	42.07%

注：2022 年公司净债务为负。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司下游客户具备一定粘性且主营业务收入提升明显。**跟踪期内公司下游终端应用客户除一汽大众汽车有限公司（以下简称“一汽大众”）、上汽通用汽车有限公司（以下简称“上汽通用”）外，新能源客户开拓进程加快。考虑到汽车零部件供应商进入整车厂的认证考核制度严格，终端客户仍具备一定粘性。2024 年公司牛皮革和非牛皮革收入均保持增长，带动公司主营业务收入同比提升 31.61%。
- **2024 年多个产能建设项目顺利推进并陆续投入使用，规模化效应逐步显现，为后续发展奠定基础。**2024 年 12 月公司 IPO 募投项目结项，江苏明新旭腾科技有限公司（以下简称“旭腾科技”）在江苏省新沂市正式投产牛皮革，且同期“明新转债”募投项目部分开始投产，公司牛皮革和非牛皮革产能均有所提升，规模化效应有所体现。此外，2024 年全资子公司江苏米尔化工科技有限公司（以下简称“米尔化工”）竣工验收并投入使用，公司产业链布局向上游延伸。后续随着米尔化工规模化量产，可实现公司牛皮革和非牛皮革高性能树脂等关键化料的自主供应，有利于提升公司生产环节利润留存度。

关注

- **2024 年公司净利润由盈转亏，需关注后续公司盈利变动情况。**2024 年公司销售毛利率进一步下滑，同期受浙江国利汽车零部件有限公司（以下简称“浙江国利”）经营不善和部分终端汽车整车厂破产影响，当年末公司单项计提坏账准备的应收账款余额为 2.00 亿元，并按照单项计提的要求计提了 1.57 亿元的坏账准备，且同步对相关公司的发出商品计提了减值，2024 年末公司存货计提跌价准备大幅增长至 4,805.13 万元。受上述因素影响公司 2024 年净利润由盈转亏，亏损额度为 1.72 亿元。考虑到目前汽车行业竞争较为激烈，汽车零部件供应商对于下游客户成本转嫁能力偏弱，需关注公司盈利能力变化情况。
- **公司偿债压力加大。**2024 年公司资本实力下降，受大幅减值和总债务规模攀升影响净资产规模降至 16.69 亿元，净资产对负债的保障程度下滑明显。同期经营活动净流入进一步收窄至 0.14 亿元，2024 年公司偿债能力下滑，流动性压力进一步提升，债务偿付压力加大。
- **关注公司新增产能消化不及预期对盈利的侵蚀。**跟踪期受 IPO 募投项目结项和“明新转债”部分募投项目投产影响，公司牛皮革和非牛皮革产能均大幅提升。公司目前产能利用并未饱和，若后续订单获取不及预期或终端车型销售不佳，折旧等固定成本将对盈利造成侵蚀。
- **公司客户集中度偏高。**2024 年公司核心终端客户一汽大众销售金额和占比均下降明显，同期公司核心终端客户占比下降至 54.47%，虽占比有所下降但客户集中度仍旧偏高。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司汽车牛皮革及非牛皮革产品仍具备一定的市场竞争力，2024 年多个产能建设陆续投入，市场拓展取得一定成效，为后续发展奠定基础。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。2024 年公司净利润由盈转亏主要系对浙江国利大幅计提减值影响，导致当年公司盈利能力指标大幅下滑。考虑到 2024 年公司大幅计提减值对盈利能力造成重大不利影响属于极端事件，目前公司正常生产经营，且对于浙江国利公司已做货币保全措施，该措施对公司有重大积极影响，综合考虑补充调整加 1。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
明新转债	6.73	6.7293	2025-03-05	2028-03-30

一、 债券募集资金使用情况

“明新转债”募集资金计划用于明新孟诺卡(江苏)新材料有限公司“年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”和补充流动资金。根据公司于2025年4月发布的《明新旭腾新材料股份有限公司关于2024年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，“明新转债”应结余募集资金为30,974.26万元，实际募集资金专户余额1,970.27万元，差额包含公司使用自有资金支付的2022年度公开发行相关的费用（不含增值税）287.32万元，使用募集资金购买的尚未到期理财产品29,291.30万元。

二、 发行主体概况

跟踪期，公司名称未发生变化，受“明新转债”部分转股和公司回购部分股份并注销影响，2025年3月末公司股本降至16,214.01万元，注册资本16,213.73万元。公司控股股东和实际控制人仍为庄君新，庄严、余海洁、嘉兴旭腾投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“旭腾投资”）、浙江德创企业管理有限公司（以下简称“德创管理”）为庄君新的一致行动人¹。2025年5月末，庄君新及其一致行动人合计持有公司股份占总股本比例为53.85%，其中，庄君新直接持股比例为26.71%，通过德创管理控制公司6.78%的股权，通过旭腾投资控制公司3.08%的股权，庄严控制公司17.27%的股权，余海洁控制公司0.01%的股份。同期末，除庄严质押916.00万股外，庄君新及其一致行动人无其他股权质押情况。

跟踪期，公司合并报表范围无变化，主营业务应用领域仍为汽车内饰，并少部分应用于箱包、鞋靴和家居等，产品类型仍分为牛皮革和非牛皮革两大类，产品矩阵未发生变化，仍包括“MINGXIN”全植鞣真皮、“MENORCA”水性绒面超纤、“VERSTAR”水性超纤革、“HURONGO”水性合成革、“EIVISA”环保PVC水性产品共5种产品。

三、 运营环境

宏观经济

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧

¹ 庄严与庄君新系兄弟关系，余海洁为庄君新配偶，嘉兴旭腾投资管理合伙企业（有限合伙）、浙江德创企业管理有限公司为庄君新实际控制的企业。

性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

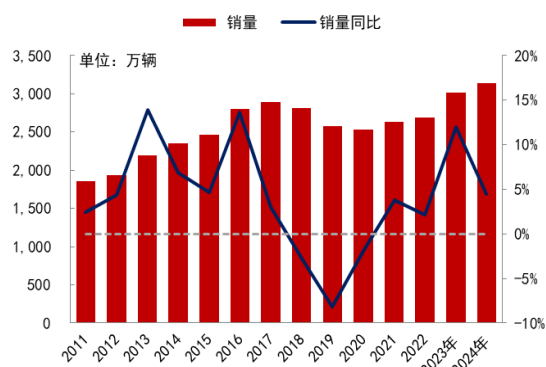
行业环境

我国汽车产业市场规模预计稳中有增，汽车零部件行业有望继续受益；但需关注下游主机厂竞争较为激烈，易对零部件企业经营形成扰动，2025 年随着美国关税政策不确定性加大，预计汽车零部件厂商将加快海外产能布局

2024 年中国汽车市场整体呈稳中有增态势，全年累计销量 3,143.6 万辆，同比增长 4.5%，自 2021 年以来已连续 4 年实现保持增长趋势，全年销量更创历史新高。新能源汽车高景气度延续，2024 年我国新能源汽车实现销量 1,286.6 万辆，同比增长 35.5%，出口市场方面，我国汽车出口量自 2023 年超越日本，跃居全球第一，2024 年仍保持良好的增长势头，全年实现汽车出口 640.7 万辆，同比增长 24.9%，自主品牌的全球认可度持续提升。

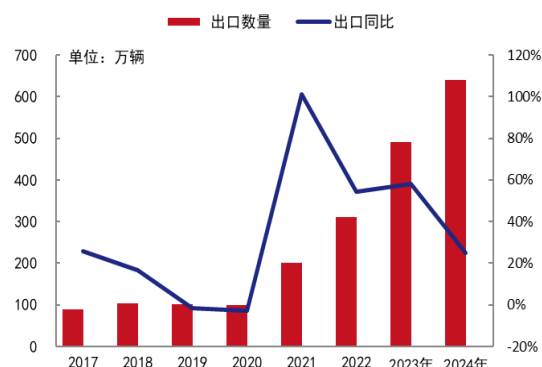
近年中央和地方政府大力推进以旧换新促销活动，利好政策频出，主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力，长期看我国汽车产业仍具备增长空间，汽车零部件行业有望继续受益。但近年整车市场竞争加剧，且按照行业惯例，供应商每年向车企提供 3%-5%的降幅，由于近年整车降价，部分零部件厂商被主机厂要求降价 10%-20%，同时拉长回款周期，对零部件企业利润空间形成较大挤压。

图 1 2024 年我国汽车销量稳中有增



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

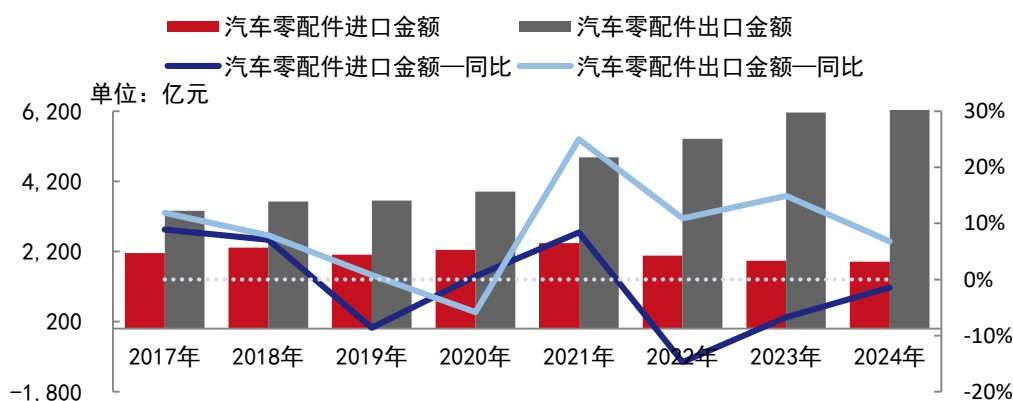
图 2 汽车出口市场保持较高景气度



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

中国汽车零部件企业成本优势突出，近年汽车零部件出口总体保持了较强的韧性，2024 年中国汽车零部件出口金额同比增长 6.80%，续创历史新高。同时，近年国内零部件企业跟随国际一级供应商或特斯拉等主机厂在东南亚、墨西哥等地建厂，一方面可更好服务海外客户，另一方面亦有助于缓解关税壁垒对企业的影响。海外布局较早的中国汽车零部件工厂已开始形成规模化收入和利润，未来有望进一步打开自身成长空间。目前，国内本土整车厂商如比亚迪、奇瑞、华为产业链等具备较好的新能源汽车市场竞争优势，随着上述企业进一步开拓海外市场，亦有望驱动产业链上配套汽配企业的业绩增长。但 2025 年以来，受美国关税政策影响，国内汽车零部件企业出口业务带来较大不确定性，考虑到中国汽车零部件在全球具有重要地位，短期内难以被替代，预计未来更多的汽车零部件企业以海外建厂的方式实现出海，海外产能布局进程加快，需关注汽车零部件企业的资本支出压力和海外工厂的盈利能力。

图 3 2024 年汽车零配件出口保持增长



资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

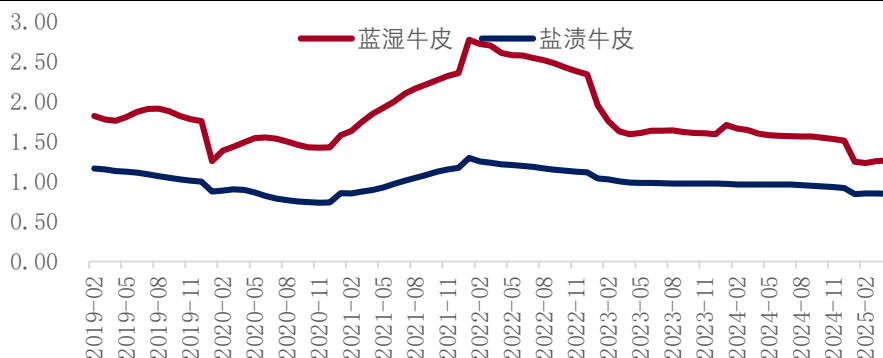
燃油车时代汽车行业供应链以金字塔结构为主，即整车厂到一级、二级、三级供应商层层递进，秩序明晰，整车厂多直接与一级供应商沟通协作，二、三级相对较少；但随着汽车电动化和智能化将三电系统、智能系统和互联网引入汽车行业，汽车供应链呈日趋复杂态势。部分整车厂商加大产业链垂直整

合力度，如比亚迪致力于自研自供电池、电机、芯片等重要零部件，特斯拉则致力于自动驾驶系统的自研自供；部分整车厂商有时寻求绕过部分一级供应商，同二级供应商联合开发零部件，有时绕过电池企业投资锂矿等上游原材料等。此外，如华为等供应商着力为整车厂商提供“交钥匙”方案，试图成为战略重要性堪比整车厂的供应商。究其原因，汽车“新四化”后，部分零部件一体化趋势明显，且整车厂商更为注重车机系统的配合及后期软件的升级迭代，掌握车辆更多的生产环节和用户数据，有助于其提升产品力，缩短车辆迭代周期，获取竞争优势。在此趋势下，预计未来更多整车厂商存在垂直整合需求，核心零部件供应商或相较燃油车时代更为集中。

汽车革向绿色无污染、功能性和时尚性发展，但需关注原材料价格波动对汽车零部件供应商成本管控能力的挑战

汽车革行业集中度较高，其中国际龙头中德国柏德、美国鹰革、日本美多绿、美国GST收入体量较大，估计市占率合计约60%，国内汽车革供应商主要包括明新旭腾、兴业科技等。目前随着乘用车的普及和个人消费水平的提高，除追求汽车革的实用性和舒适性外，行业技术逐步向绿色制造和时尚性、功能性发展。牛皮革的主要原材料为毛皮，牛皮占皮革的65%左右。我国汽车革制造企业的皮料采购主要来自境外市场。由于近年来海外牛皮供给市场平稳，但国内外需求端景气度不高，使得进口牛皮采购均价近年来逐步下降。整体来看，2020年至今汽车牛皮革原材料价格波动整体较大，对汽车零部件供应商成本管控能力要求较高。

图4 蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价（单位：美元/千克）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2024年公司牛皮革和非牛皮革产品收入均保持增长，带动公司主营业务收入同比提升31.61%。牛皮革收入方面，随着汽车市场竞争加剧和公司新能源汽车渗透率的提升，终端客户为减少后续工艺步骤，对裁片产品的需求量进一步提升，2024年公司牛皮革裁片收入大幅增长138.16%，牛皮革整皮收入则下滑31.86%。随着市场对非牛皮革产品的认可度不断提升和汽车销售价格中枢下移带来的对高性价比产品的需求增长，2024年公司超纤革和PU产品放量明显，分别同比增长228.38%和88.93%。盈利能力方面，

2024年超纤革放量带动规模效应摊薄了成本，牛皮革裁片销售毛利率小幅提升，其余产品受主机厂年降政策和价格竞争影响，毛利率均有不同幅度下滑，最终导致公司主营业务毛利率减少6.58个百分点至21.99%。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
牛皮革整皮	27,738.06	25.43%	28.45%	40,708.98	49.13%	34.48%
牛皮革裁片	46,944.90	43.05%	20.42%	19,711.28	23.79%	20.15%
绒面超纤	19,037.69	17.46%	30.40%	17,486.81	21.10%	32.62%
超纤革	14,052.40	12.89%	10.92%	4,279.29	5.16%	4.70%
PU	1,284.12	1.18%	-63.78%	679.68	0.82%	-34.25%
合计	109,057.17	100.00%	21.99%	82,866.04	100.00%	28.57%

注：合计加总值与合计值不同，主要系四舍五入尾差所致，下同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司牛皮革和超纤产品销量均大幅提升，但产销率的下滑导致库存量同比提升明显，仍需关注其对营运资金占用的影响

2024年12月公司IPO募投项目结项，旭腾科技在江苏省新沂市正式投产牛皮革，当年公司牛皮革年产能增至4,140.00万平方英尺。旭腾科技具备生产牛皮革产品的全链条产线，可完成从原皮到发货的全部生产步骤。目前公司牛皮革生产基地包括江苏省新沂市、辽宁省阜新市和浙江省嘉兴市，其中阜新市生产主体仍为辽宁富新新材料有限公司，仍旧主要负责将原皮处理成皮胚，嘉兴市则由公司本部负责对皮胚进行加工并完成发货。跟踪期内，非牛皮革产品生产基地未发生变化，仍位于新沂市。2024年“明新转债”募投项目部分开始投产，超纤产能由2023年的2,152.78万平方英尺/年大幅提升至5,726.39万平方英尺/年。同期，公司牛皮革和超纤产品销量均有提升，但产销率均有不同程度下滑，导致2024年公司牛皮革和超纤产品库存量较上年分别同比增长58.58%和216.05%。近年公司为避免对应车型销售不及预期导致产品积压减值风险，对定制化产品备货更加谨慎。中证鹏元认为，库存量的上升对公司营运资金形成一定占用。虽新能源车对燃油车的替代效应仍在进程中，但公司下游客户具备一定粘性，因此2024年牛皮革产能利用率保持增长态势，超纤产品产能利用率受新增产能较大而小幅下滑。总体来看，公司牛皮革和超纤产品产能利用率表现尚可。

表2 公司主要产品产能利用情况（单位：万平方英尺）

年度	产品	总产能	产量	销量	产销率	产能利用率
2024 年	牛皮革	4,140.00	3,547.84	3,102.89	87.46%	85.70%
	超纤	5,726.39	4,629.98	3,898.36	84.20%	80.85%
2023 年	牛皮革	3,840.00	2,826.12	2,762.15	97.74%	73.60%
	超纤	2,152.78	1,859.79	1,913.61	102.89%	86.39%

注：超纤包括绒面超纤和超纤革，下同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，目前公司主要在建项目为位于新沂市的“明新转债”募投项目。中证鹏元认为，公司“明新转债”募投项目的募集资金已到位，项目资金投入压力相对可控，未来随着在建项目逐步达产，公司超纤产品产能会进一步提升。但目前汽车价格竞争依旧激烈，成本压力传导至汽车零部件供应商，对汽车零部件供应商成本管控能力提出更高要求，且公司目前产能利用并未饱和，若未来承接订单情况或客户开拓不及预期，固定资产折旧和摊销等将挤压公司利润空间。

2024年公司对原第一大直接客户浙江国利提起诉讼，终端客户中对一汽大众的依赖性下滑明显，但仍需关注行业集中度风险和汽车产业链结构性调整导致的回款风险

跟踪期，公司销售模式未发生变化，仍属于“契约订单式”销售产品，仍直接销售给整车厂指定的一、二级供应商。市场部每周会收到客户未来10-12周的生产计划，并以此对销售量进行预测和管理。销售价格一般在获得定点提名信时约定好，但实际过程中会根据市场终端车型销售情况进行动态调整，根据行业惯例约定在新产品供货后年度价格调整政策，通常在新产品供货后3-5年内有0%-5%的年度降幅。2024年公司汽车整皮产品销售平均单价下降主要系整车厂成本压力传导至汽车零部件供应商所致。裁片产品销售平均单价提升一方面受益于新能源主机厂对造型和设计要求比较个性化，同时也存在过程中进行设计方案调整的情况，公司在报价时已经考虑该种情况，价格会有一定溢出，另一方面则受益于方向盘的裁切业务增加带来价格的变化。超纤产品销售单价下滑主要系相对低毛利率的超纤革收入占比扩大所致。中证鹏元认为，未来整车厂对裁片产品的需求或将进一步增长，裁片产品相对整皮产品毛利率偏高，有利于公司利润提升。超纤产品因具备较好的性价比，后续中低端车型对其需求量或将进一步增长，平均单价或存在下探的可能性。

表3 2023-2024年整皮产品、裁片产品和超纤产品单价变动情况（单位：万元、万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2024年	2023年
整皮产品销售金额	27,738.06	40,708.98
整皮产品销售数量	1,502.75	1,934.99
整皮产品销售平均单价	18.46	21.04
裁片产品销售金额	46,944.90	19,711.28
裁片产品销售数量	1,600.15	816.26
裁片产品销售平均单价	29.34	24.15
超纤产品销售金额	33,090.10	21,766.10
超纤产品销售数量	3,357.40	1,913.61
超纤产品销售平均单价	9.86	11.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期，公司原第一大直接客户浙江国利经营出现问题，公司已暂停与其合作，并针对浙江国利所欠货款向其提起诉讼。考虑到目前汽车行业竞争激烈，市场结构性调整仍在进程中，后续仍需关注可能发生的回款风险。2024年公司直接销售客户除浙江国利外，延锋汽车饰件系统有限公司和奥托立夫（中

国)汽车方向盘有限公司仍是公司主要客户。同期公司应收账款周转率上升至2.29,公司账款结算方式仍以电汇和承兑汇票为主。受公司新能源客户的持续拓展和传统燃油车订单下降双重影响,2024年公司核心终端客户一汽大众销售金额和占比均下降明显,虽仍为公司第一大终端客户,但对其依赖度已明显下降。受上述因素影响,2024年公司前四大终端客户占主营业务收入比重进一步下降至58.91%。中证鹏元认为,公司近年不断拓展产品矩阵和开发新能源客户,虽对前四大终端客户依赖度持续下降,但考虑到目前产品应用主要在汽车行业,行业风险分散度较弱。跟踪期公司已完成五大自主材料品牌矩阵搭建且开始量产,非牛皮革作为水性产品,能够依赖其绿色环保和高性价比优势适配中高低端车型市场,而牛皮革产品凭借其高端属性可适配中高端车型。此外,为匹配汽车智能化发展趋势,跟踪期公司布局智能融合材料产业化,推动传统汽车内饰向智能交互界面转型,总体来看公司产品具备较强的市场竞争力。

表4 终端用户采购情况(单位:万平方英尺、万元)

年份	终端用户	产品类型	销售数量	销售金额	占主营业务收入比重
2024 年	客户一	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	2,376.51	22,315.57	20.46%
	客户二	裁片、整皮、绒面超纤	717.95	12,571.38	11.53%
	客户三	裁片、整皮、绒面超纤	658.54	12,368.99	11.34%
	客户四	裁片、整皮、绒面超纤	425.68	16,986.62	15.58%
	合计		4,178.68	64,242.56	58.91%
2023 年	客户一	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	2,028.89	31,660.30	38.21%
	客户二	裁片、整皮、绒面超纤	744.57	13,693.54	16.52%
	客户三	裁片、整皮、绒面超纤	396.84	8,110.26	9.79%
	客户四	裁片、整皮、绒面超纤	188.10	3,842.53	4.63%
	合计		3,358.40	57,306.63	69.15%

注:基于商业保密原则,不披露客户具体名称。
资料来源:公司提供,中证鹏元整理

2024年公司产业链向上游延伸,后续米尔化工规模化量产将提高公司生产环节利润留存度,目前公司汽车牛皮革成本中牛皮占比较高且主要依赖进口,仍需关注汇率波动和美国关税政策对盈利的影响

公司的生产成本中直接材料占总成本的比重较高。皮料和化料是牛皮革产品原材料最主要的构成部分,超纤产品主要原材料为化料。2024年公司仍采用“以销定产、以产定购”的方式,根据客户订单及生产经营计划,采用持续分批的形式向供应商采购。公司皮料供应商主要来自于美国和澳大利亚等国,化学材料则主要来自于德国和美国等国。皮料采购价格随市场价格波动。化学材料采购则采取CIF模式,货物到港后运输和报关费用等由公司自行承担。公司结算货币主要涉及美元和欧元,付款方式仍主要以

开立信用证和电汇为主，后续需关注汇率波动和美国关税政策对成本的影响。公司非牛皮革产品色母粒已实现自给自足，2024年米尔化工竣工验收并投入使用，公司产业链布局向上游延伸。后续随着米尔化工规模化量产，可实现公司牛皮革和非牛皮革高性能树脂等关键化料的自主供应，进而提高生产环节利润留存度，进一步提高产品的市场竞争力。

表5 公司 2023-2024 年采购情况（单位：万元）

年份	原材料	采购金额	平均单价	占当期原材料采购总额的比例
2024 年	盐渍牛皮	15,862.24	310.85 元/张	21.24%
	蓝/白湿牛皮	8,186.89	8.91/平方英尺	10.97%
	合计	24,049.13		32.21%
	超纤直接材料	16,552.77	-	-
2023 年	盐渍牛皮	18,341.71	290.63 元/张	33.90%
	蓝湿牛皮	6,837.63	8.29/平方英尺	12.64%
	合计	25,179.34	-	46.54%
	超纤直接材料	8,243.75	-	-

注：出于商业保密，公司选择不公开披露超纤具体原材料及平均单价情况。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司前五大供应商采购金额合计占原材料采购总额的比重下降至38.55%。考虑到皮料和化学材料市场竞争较为充分，公司对单一供应商依赖性不高。同期公司加工费大幅提升主要系部分新能源客户订单要求配套做裁片业务，该业务规模增长过快，部分裁剪通过委外加工方式完成。

表6 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额比例	采购品类
2024 年	供应商一	9,946.50	13.32%	加工费
	供应商二	5,856.98	7.84%	皮料
	供应商三	5,757.06	7.71%	/
	供应商四	3,816.87	5.11%	化料
	供应商五	3,403.71	4.56%	皮料
	合计	28,781.13	38.55%	-
2023 年	供应商一	15,504.76	28.64%	皮料
	供应商二	3,195.15	5.91%	皮料
	供应商三	2,995.10	5.54%	皮料
	供应商四	2,324.53	4.30%	化料
	供应商五	2,044.50	3.78%	化料
	合计	26,064.04	48.17%	-

注：出于商业保密要求，不公布具体供应商名称和部分产品的采购品类。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

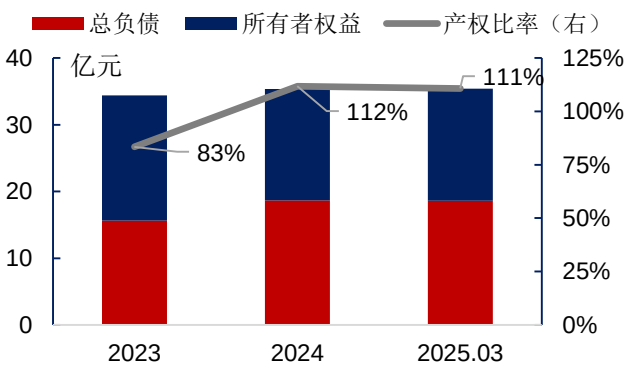
以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表。

跟踪期公司受大幅减值影响净利润由盈转亏，叠加总负债规模持续攀升导致 2024 年公司资本实力下降，同期经营活动净流入进一步收窄，偿债能力边际下滑；2024 年 IPO 募投项目结项将导致后续折旧摊销等固定成本提升，对公司成本管控能力提出更高要求，且仍需关注汽车产业链结构性调整进程中可能存在的减值风险

资本实力与资产质量

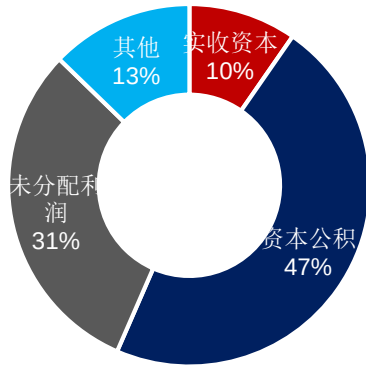
2024年受浙江国利经营不善和部分终端汽车整车厂破产影响，当年末公司单项计提坏账准备的应收账款余额为2.00亿元，并按照单项计提的要求计提了1.57亿元的坏账准备，且同步对相关公司的发出商品计提了减值，基于上述原因2024年末公司存货减值准备和应收账款计提坏账准备大幅提升。受IPO募投项目结项影响，2024年公司固定资产同比提升114.77%至9.64亿元。随着公司经营规模的扩大和2024年牛皮革和超纤产品库存量增长影响，2024年末公司存货账面价值进一步提升。公司新沂市生产基地因租赁厂房产生使用权资产1.07亿元。2024年末公司资本实力下降，产权比率由2023年末的83%上升至2024年末的112%，净资产对负债的保障能力下滑。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.74	4.91%	2.61	7.39%	6.99	20.31%
交易性金融资产	3.11	8.78%	2.61	7.37%	0.80	2.33%

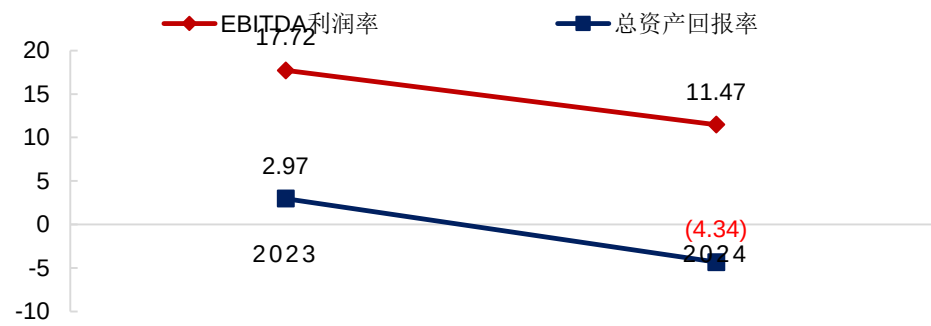
应收账款	5.18	14.63%	5.53	15.64%	4.78	13.88%
存货	8.24	23.28%	7.43	21.02%	6.89	20.03%
流动资产合计	19.34	54.66%	19.19	54.28%	20.16	58.61%
固定资产	10.15	28.67%	9.64	27.27%	4.49	13.05%
在建工程	2.33	6.59%	2.85	8.06%	5.56	16.17%
使用权资产	1.05	2.96%	1.07	3.04%	1.20	3.49%
无形资产	1.40	3.97%	1.42	4.01%	1.46	4.24%
非流动资产合计	16.04	45.34%	16.16	45.72%	14.24	41.39%
资产总计	35.39	100.00%	35.35	100.00%	34.40	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024 年受大幅减值影响公司由盈转亏，当年净利润亏损 1.72 亿元，叠加公司销售毛利率下降导致 EBITDA 下滑，当年公司盈利能力指标均大幅下降。同时需关注 2024 年末固定资产大幅增值带来的后续折旧摊销成本增加，对公司成本管控能力提出更高要求。此外，目前汽车产业链结构性调整仍在进程中，仍需关注可能存在的减值风险。中证鹏元关注到，近年公司新能源客户开拓进程较快，对一汽大众和上汽通用等传统核心客户的依赖性下降明显，公司终端客户丰富度逐步提升。考虑到米尔化工后续规模化量产短期内以自供为主，公司盈利能力上仍有提升空间。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024 年末公司债务结构仍以长期债务为主。同期末公司负债规模进一步增长，总债务规模提升至 12.74 亿元。长期债务中“明新转债”是主要构成，2024 年公司部分上游供应商调整信用政策并叠加因业务规模扩大导致原料采购量上升，当年末公司应付账款规模有所提升。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.31	12.42%	2.51	13.44%	2.36	15.11%
应付票据	2.03	10.94%	1.68	8.98%	1.05	6.72%
应付账款	4.39	23.61%	4.30	23.03%	2.26	14.45%
一年内到期的非流动负债	0.83	4.47%	0.98	5.23%	0.20	1.28%
流动负债合计	9.83	52.86%	9.78	52.41%	6.31	40.36%
长期借款	0.57	3.07%	0.58	3.11%	1.17	7.45%
应付债券	5.90	31.73%	5.87	31.47%	5.53	35.34%
租赁负债	1.11	5.96%	1.13	6.07%	1.19	7.63%
非流动负债合计	8.76	47.14%	8.88	47.59%	9.33	59.64%
负债合计	18.59	100.00%	18.65	100.00%	15.64	100.00%
总债务	12.75	68.59%	12.74	68.29%	11.50	73.52%
其中：短期债务	5.17	40.57%	5.16	40.49%	3.61	31.43%
长期债务	7.58	59.43%	7.58	59.51%	7.88	68.57%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年末公司经营活动现金净流入进一步收窄，杠杆经营程度增加，偿债能力指标表现均有所下降，财务风险边际提升。但考虑到“明新转债”有转股的可能性，且应付账款具备一定的支付弹性，总体债务风险相对可控。

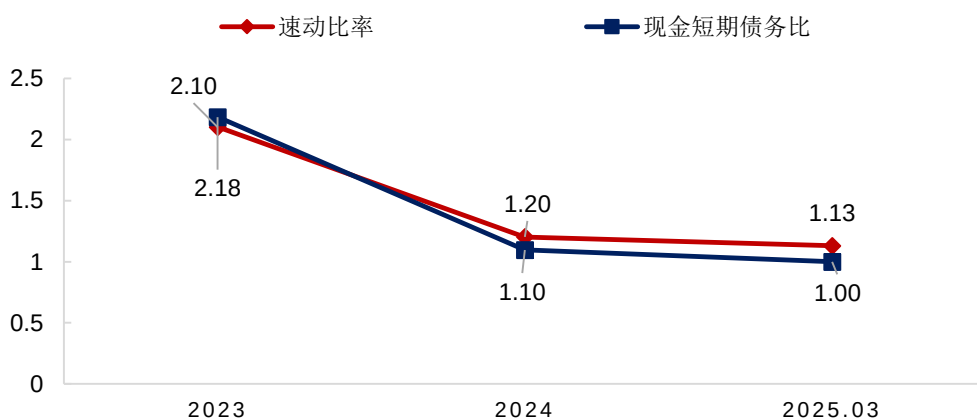
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.02	0.14	0.57
FFO（亿元）	--	0.33	0.91
资产负债率	52.54%	52.78%	45.46%
净债务/EBITDA	--	5.47	2.39
EBITDA 利息保障倍数	--	2.45	3.09
总债务/总资本	43.16%	43.29%	38.00%
FFO/净债务	--	4.44%	23.69%
经营活动现金流净额/净债务	-0.25%	1.95%	14.94%
自由现金流/净债务	-3.85%	-30.51%	-93.28%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性指标持续下滑，截至2025年3月末速动比率和现金短期债务比分别为1.13和1.00。目前公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，且在建工程、固定资产和无形资产均未做大规模抵质押，银行授信尚有未使用额度，公司仍具备一定的再融资能力。此外，公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金，公司拥有一定的获取流动性资源的能力，流动性风险整体可控。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司ESG因素未对公司信用风险造成重大不利影响

根据公司于2024年8月发布的《明新旭腾新材料股份有限公司关于子公司收到生态环境局行政处罚决定书的公告》，下属子公司江苏休伦新材料有限公司因未按照国家环境保护标准贮存危险废物、明新梅诺卡（江苏）新材料有限公司生产线因未完成配套建设环境保护设施建设、明新旭腾（江苏）创新研究院有限公司因污水外溢泄露，部分废水渗入土壤合计罚款45.40万元，罚款已缴纳。

2025年2月公司完成董事会、监事会换届选举。公司第四届董事会由非独立董事庄君新先生、余海洁女士、刘贤军先生、宁继鑫先生和独立董事田景岩先生、张惠忠先生、费锦红女士构成。公司第四届监事会由三名监事组成，分别为卜凤燕女士、潘叶萍女士、席笑博先生。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的“明新转债”均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月14日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

根据公司于2025年2月26日公布的《明新旭腾新材料股份有限公司关于公司提起诉讼的公告》，公司于近日收到浙江省嘉兴市中级人民法院送达的《受理案件通知书》（案号：（2025）浙04民初49号）。案件事实与理由如下：公司自2019年起向浙江国利供应真皮、超纤皮、麂皮等产品。双方采用赊销模式，即先货后款、逐月滚动支付货款交易方式，截至目前，浙江国利欠付货款1.85亿元。由于浙江国利长期欠付货款，且公司多次催告和沟通未果，公司作为原告提起诉讼，诉讼金额暂计1.91亿元（包括欠付货款、逾期付款利息损失及其他费用等，未含案件受理费），并要求浙江国利唯一股东上海国利汽车真皮饰件有限公司针对浙江国利上述债务承担连带责任。目前公司已对被告进行了财产保全，中证鹏元将持续关注以上事项的进展。

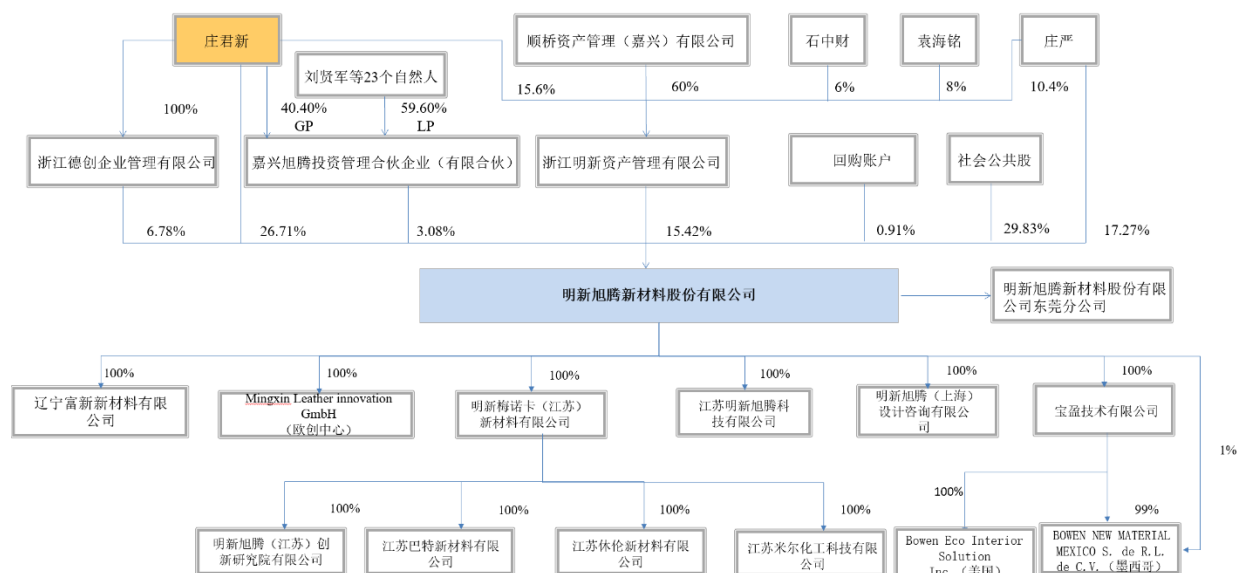
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.74	2.61	6.99	9.15
应收账款	5.18	5.53	4.78	3.95
存货	8.24	7.43	6.89	6.30
流动资产合计	19.34	19.19	20.16	22.97
固定资产	10.15	9.64	4.49	4.65
非流动资产合计	16.04	16.16	14.24	10.12
资产总计	35.39	35.35	34.40	33.09
短期借款	2.31	2.51	2.36	2.44
应付票据	2.03	1.68	1.05	1.18
应付账款	4.39	4.30	2.26	2.03
一年内到期的非流动负债	0.83	0.98	0.20	0.04
流动负债合计	9.83	9.78	6.31	6.09
长期借款	0.57	0.58	1.17	0.60
应付债券	5.90	5.87	5.53	5.19
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.76	8.88	9.33	7.83
负债合计	18.59	18.65	15.64	13.92
总债务	12.75	12.74	11.50	10.40
其中：短期债务	5.17	5.16	3.61	3.67
长期债务	7.58	7.58	7.88	6.73
所有者权益	16.80	16.69	18.76	19.17
营业收入	2.82	11.79	9.06	8.56
营业利润	0.13	-2.05	0.49	1.11
净利润	0.10	-1.72	0.55	1.00
经营活动产生的现金流量净额	-0.02	0.14	0.57	0.82
投资活动产生的现金流量净额	-0.39	-2.85	-3.57	-4.35
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	-0.31	-0.62	5.07
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.35	1.61	1.82
FFO（亿元）	--	0.33	0.91	1.18
净债务（亿元）	7.66	7.40	3.83	-1.55
销售毛利率	23.75%	20.50%	26.06%	32.49%
EBITDA 利润率	--	11.47%	17.72%	21.32%
总资产回报率	--	-4.34%	2.97%	4.70%
资产负债率	52.54%	52.78%	45.46%	42.07%
净债务/EBITDA	--	5.47	2.39	-0.85

EBITDA 利息保障倍数	--	2.45	3.09	5.89
总债务/总资本	43.16%	43.29%	38.00%	35.17%
FFO/净债务	--	4.44%	23.69%	-75.64%
经营活动现金流净额/净债务	-0.25%	1.95%	14.94%	-52.55%
速动比率	1.13	1.20	2.10	2.74
现金短期债务比	1.00	1.10	2.18	3.31

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图和下属子公司（截至 2025 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万平方英尺、万元）

年份	客户名称	销售数量	销售金额	占主营业务收入比例
2024	客户 1	995.49	19,392.28	17.78%
	客户 2	304.87	15,312.68	14.04%
	客户 3	404.38	11,232.22	10.30%
	客户 4	1,219.69	10,899.36	9.99%
	客户 5	474.74	8,885.75	8.15%
	合计	3,399.18	65,722.29	60.26%
2023	客户 1	2,047.76	32,187.34	38.84%
	客户 2	397.67	8,117.70	9.80%
	客户 3	334.20	6,440.18	7.77%
	客户 4	344.25	5,766.16	6.96%
	客户 5	190.38	4,292.69	5.18%
	合计	3,314.26	56,804.07	68.55%

注：出于商业保密原则，不公布具体客户名称。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号