

明新旭腾新材料股份有限公司相 关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【238】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。

明新旭腾新材料股份有限公司相关债券2026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）与下游终端客户供应关系仍保持稳定，2025年公司主营业务收入同比提升28.32%；为顺应整车厂降本趋势，公司产品品类更趋丰富和均衡，并向上游产业链垂直延伸以加强成本管控。但中证鹏元也关注到，公司仍面临较高的行业及客户集中风险，跟踪期内整车厂降价传导、产品结构调整、折旧压力加大等多重因素导致主业盈利持续承压，扣非归母净利润延续亏损状态，叠加前期产能扩张致整体利用效率明显下滑，以及偿债指标走弱、存货减值扩大等因素，公司财务风险边际上行。

评级日期

2026年06月25日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	36.68	39.38	35.35	34.40
归母所有者权益	16.88	17.04	16.69	18.76
总债务	14.66	15.06	12.74	11.50
营业收入	3.02	14.83	11.79	9.06
净利润	-0.16	0.15	-1.72	0.55
经营活动现金流净额	2.38	0.32	0.14	0.57
净债务/EBITDA	--	9.18	5.47	2.39
EBITDA 利息保障倍数	--	1.88	2.45	3.09
总债务/总资本	46.41%	46.85%	43.29%	38.00%
FFO/净债务	--	1.37%	4.44%	23.69%
EBITDA 利润率	--	7.08%	11.47%	17.72%
总资产回报率	--	1.99%	-4.34%	2.97%
速动比率	1.09	1.08	1.20	2.10
现金短期债务比	0.97	0.77	1.10	2.18
销售毛利率	13.80%	12.11%	20.50%	26.06%
资产负债率	53.85%	56.61%	52.78%	45.46%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **终端客户仍具备一定粘性且主营业务收入持续增长。**跟踪期内，公司在传统燃油车、合资品牌内饰供应链的份额保持相对稳定，同时在新能源车内饰配套领域渗透率持续提升，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。2025 年公司天然皮革、人造革及合成革收入均保持增长，带动公司主营业务收入同比提升 28.32%。
- **产品品类更趋丰富，并向上游产业链垂直延伸。**公司延续两大业务主线及五大自主材料品牌矩阵布局，且为适配下游整车厂降本需求，2025 年 PU、PVC 等低端人造革产品明显放量，产品结构趋于均衡，能够更好地满足下游对于汽车内饰材料的一站式采购需求；此外，随着旗下子公司江苏米尔化工科技有限公司（以下简称“米尔化工”）产能逐步释放，公司已实现高性能树脂等关键化料的部分自给，可在一定程度上提高生产环节利润空间。

关注

- **扣非归母净利润延续亏损状态，主业盈利压力仍较大。**2025 年，汽车产业链价格竞争加剧、主机厂普遍实施超额年降政策，大幅压缩公司产品盈利空间，同时，PU、PVC 产品产能爬坡初期毛利率为负，叠加公司前期产能扩张带来的新增折旧压力，共同导致当年销售毛利率同比下降 8.39pct，主业盈利持续承压，2025 年及 2026 年 1 季度扣非归母净利润分别为-1.43 亿元、-0.24 亿元。
- **产能利用率明显下滑，募投项目实施进度进一步延缓。**2025 年以来，主机厂对内饰材料的选择由传统真皮、超纤革向更具价格优势的低端品类转变，导致公司前期扩建的天然皮革产能未得到充分释放，产能利用率大幅下滑，同时为规避超纤产品产能消化不足的风险，公司将可转债募投项目预计达产日期再度延缓至 2026 年 12 月。目前公司总体产能利用效率一般，未来仍需关注产品需求偏好迭代、行业竞争加剧对产能消化及募投项目实施进度的影响。
- **客户及行业集中度仍偏高，公司议价能力偏弱。**2025 年，公司对核心终端客户一汽大众汽车有限公司（以下简称“一汽大众”）的依赖度虽进一步降低，但前五大终端客户采购额占比仍高于 55%，且目前业务仍高度聚焦汽车内饰材料单一细分领域，整车厂价格战常态化背景下，公司在供应链体系中层级较低、话语权偏弱，盈利弹性与经营自主性受限。
- **偿债压力加大、存货减值规模提升，财务风险边际上行。**2025 年，公司为支付供应商货款阶段性增加银行融资，财务杠杆有所提升，叠加主业盈利水平走弱，各项偿债指标同步弱化；同时，由于部分客户因定点车型销量不及预期影响，下游客户终止采购相关内饰配件，且部分发出商品已出现亏损，导致期末存货跌价准备余额大幅升至 0.69 亿元，进一步推升财务风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为短期内主机厂年降幅度有望回归合理水平，且随着 PU、PVC 等产品订单逐步放量，相关品类毛利率有望改善并实现扭亏，2026 年以来主业盈利能力已出现回升迹象；同时，考虑到公司当前经营活动现金流仍维持净流入，且债务结构中票据及可转债占比较高，财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	岱美股份	继峰股份	常熟汽饰	公司
总资产	75.83	233.98	122.61	39.38
营业收入	64.22	227.83	71.10	14.83
净利润	6.60	4.53	3.18	0.15
销售毛利率	26.15%	16.09%	12.26%	12.11%
资产负债率	35.56%	75.94%	55.84%	56.61%

注：（1）岱美股份、继峰股份、常熟汽饰均为汽车内饰件供应商，其中岱美股份主力产品为遮阳板，继峰股份主营座椅、中控系统、头枕，常熟汽饰主要生产地毯、仪表板、立柱等；（2）以上各指标均为 2025 年度/末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2025V1.0

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	3/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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	6.72	2026-1-30	2028-3-30

一、 债券募集资金使用情况

“明新转债”债券募集资金原计划用于明新梅诺卡（江苏）新材料有限公司（以下简称“明新梅诺卡”）“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。截至2025年12月31日，“明新转债”募集资金专项账户余额为0.32亿元¹。

“明新转债”自2022年10月10日起进入转股期，当前转股价格24.41元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价18.80元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期，公司名称未发生变化，受部分可转债转股影响，2026年3月末公司股本增至16,219.85万元，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²。截至2026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50.82%，股权结构仍较为集中，其中，庄君新、庄严直接持股比例分别为26.70%、15.76%，庄君新另通过德创管理、旭腾投资分别控制公司6.78%和1.58%的股权。同期末，除庄严质押480.00万股外，庄君新及其一致行动人无其他股权质押情况。此外，公司董事会秘书由袁春怡变更为罗政，原副总经理刘贤军辞任，罗政同时担任公司副总经理，财务总监由李萍变更为刘庭君。

跟踪期，公司新设3家子公司拟切入人形机器人领域，主营业务应用领域仍为汽车内饰，并延续天然皮革、人造革及合成革两大业务主线及五大自主材料品牌矩阵布局，具体包括“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（以下简称“PU”）、“EIVISA”环保PVC水性产品（以下简称“PVC”）5种产品。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果

¹ 公司已公告将可转债募投项目达到预定可使用状态的日期从2025年12月延期至2026年12月，截至2025年末用于投资理财产品的募集资金为2.10亿元。

² 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。

逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

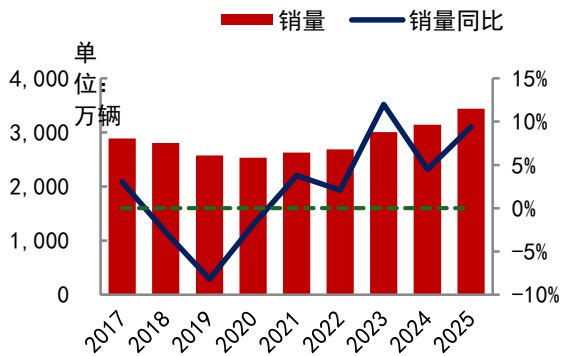
行业环境

2026 年国内汽车消费面临多重政策面冲击，但出口维持高景气度将支撑行业整体需求稳中有增，汽车零部件企业有望继续受益；汽车内饰材料市场竞争格局分散，下游 Tier1 厂商垂直整合趋势下，行业竞争更趋激烈，且仍面临整车厂降本传导压力

受“两新”政策等因素驱动，2025 年我国汽车销售表现强劲，新能源与出口是核心增长引擎。2025 年我国汽车总销量 3,440 万辆，同比提升 9.4%。其中，新能源乘用车零售销量 1,649 万辆，同比增长 28.2%，渗透率达 54.78%，燃油车则持续下滑。出口方面，2025 年我国汽车出口量仍保持良好的增长势头，全年实现出口额 709.8 万辆，同比增长 21%，自 2023 年超越日本以来，已连续 3 年稳居全球第一。

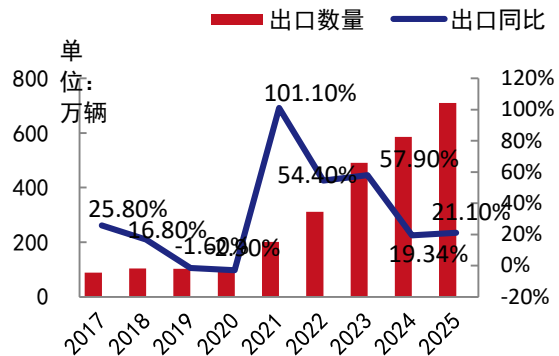
2026 年新能源汽车购置税补贴退坡增加购车成本，倒逼前置消费，2025 年产生翘尾透支。2026 版本“两新”政策汽车消费补贴主要在报废补贴、中高价位车型发力，报废时间后移释放老旧车资格约 2,300 万辆，以比例制补贴的计算方法将政策红利从“低端拉动”向“价值引导”转移。从消费端成本变化来看，低价车型及新能源车型购车成本均有上升，高价燃油车型基本变化不大。上述因素叠加 2025 年 1 季度的高基数使得 2026 年 1 季度国内汽车消费大幅承压，但考虑到我国千人汽车保有量仍有较大提升空间，且 2026 年仍处于自然置换周期高位，“两新”政策的消费提振仍能支撑总体消费水平，同时汽车出口高景气度有望延续，内外需双向发力作用下，汽车零部件行业有望继续受益。但在国内汽车行业“价格战”常态化背景下，整车厂仍存在成本转移需求，需关注年降政策波动对相关零部件企业利润的挤压。

图1 2025年我国汽车销量表现强劲



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

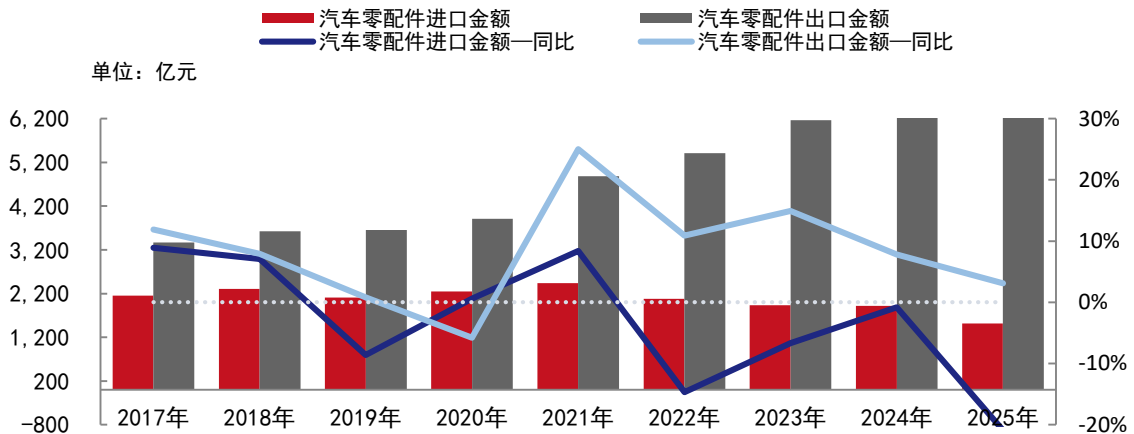
图2 2025年汽车出口市场保持较高景气度



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

2025年国内汽车零部件出口规模保持较强韧性，全年出口同比增长3.10%，增幅较上年小幅回落。一方面系贸易政策影响，另一方面，为规避贸易壁垒，同时匹配整车厂海外产能布局带来的就近配套需求，零部件企业加速海外建厂，对直接出口形成一定替代。当前，比亚迪、奇瑞、小鹏等中国车企海外工厂加速落地，2025年本土车企海外投资建厂金额首超国内，且出海模式逐步向供应链本土化迁移，倒逼上游零部件产业链同步跟进；同时在全球贸易政策多变的背景下，国内零部件供应商为切入外资车企供应链或维持原有供应地位，亦需通过属地化配套以提升自身竞争力。在此背景下，预计国内汽车零部件供应商海外产能布局将进一步提速，具备核心技术壁垒、能实现“整零协同”出海的零部件企业将获得更大的发展机遇。

图3 2025年我国汽车零部件出口保持增长



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；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；部分整车厂商选择绕过部分一级供应商，同二级供

应商联合开发零部件，或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，力求成为战略重要性堪比整车厂的供应商。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，掌握核心技术、具备一体化配套能力且能深度参与整车联合研发的供应商有望实现突围。

汽车内饰行业因技术门槛不高、产品品类众多，导致市场竞争格局分散、集中度较低，总体呈现全球寡头主导、本土龙头崛起的竞争格局，其中延锋（中国）、佛吉亚（法国）、李尔（美国）、安道拓（爱尔兰）、丰田纺织（日本）等Tier1巨头稳居全球第一梯队，且呈现出向上游材料端垂直整合的趋势；第二梯队多为具备一定产品和规模优势的专业材料商以及区域性Tier1厂商，如明新旭腾、华峰超纤、兴业科技等材料生产商均已进入汽车制造商的全球采购体系，在规模、产品、技术、生产工艺等方面具有较强的市场竞争力；第三梯队则是由众多中小配套厂商构成，在汽车供应链加速整合的背景下可能面临出清风险。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司延续天然皮革、人造革及合成革两大业务主线及五大自主材料品牌矩阵布局，且产品结构逐步趋于均衡。2025年，公司传统主力产品天然皮革销售收入仍保持稳健增长，而随着市场对非牛皮革产品的认可度不断提升，叠加新能源车价格战带动成本控制需求，当年PU、PVC等低端产品明显放量，带动人造革及合成革板块收入规模大幅提升，当年公司主营业务收入亦同比增长28.32%，2026年1季度收入规模仍延续增长态势。

盈利能力方面，受汽车产业链价格竞争加剧、主机厂普遍实施超额年降政策影响，公司各项产品盈利空间均受到挤压，与此同时，PU、PVC等产品产能尚处爬坡初期，前期规模效应偏弱导致部分业务负毛利，拖累人造革板块毛利率同比大幅走弱，上述因素综合影响下，公司2025年主营业务毛利率明显下行。2026年1季度，随着人造革业务毛利率逐步修复，公司主业盈利能力较2025年实现小幅回升，但净利润仍系亏损状态。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年 1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
天然皮革	1.35	46.64%	19.14%	8.65	61.79%	18.03%	7.47	68.47%	23.43%
人造革及合成革	1.55	53.36%	10.73%	5.35	38.21%	4.67%	3.44	31.53%	18.90%
合计	2.90	100.00%	14.65%	14.00	100.00%	12.93%	10.91	100.00%	22.00%

注：2025年起，公司非真皮产品系列持续丰富，且客户需求在不同产品间的切换较频繁，因此公司以“人造革及合成革”作为非真皮业务的统一口径，并同步调整2024年数据，具体包括绒面超纤、超纤革、PU、PVC四类产品；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司终端客户中新能源车企收入贡献度持续提升，但汽车行业竞争加剧引发的整车厂超额年降政策对产品价格及盈利水平形成较大压力；2025年公司新设多家子公司切入人形机器人赛道，重点开发

功能皮革、机器人柔性皮肤等新产品，但业务尚在起步阶段，业务进展与盈利贡献有待观察

跟踪期内，公司销售模式未发生重大变化，仍采用“契约订单式”销售模式，直接向整车厂指定的一、二级供应商供货，并按行业惯例执行新产品供货后的年度价格调整政策。市场部每周获取客户未来10-12周的生产计划，并以此为基础开展销量预测与生产排期管理。

2025年，新能源整车厂为应对终端市场价格战，对部分供应商约定的年降幅度超行业常规水平，而公司作为内饰材料供应商，议价能力弱于其他关键零部件供应商，面临的价格压力更重，故而当年各产品单价均明显下行，其中人造革业务均价降幅更为突出，一方面系业务结构向高性价比的低端产品倾斜，另一方面是公司在新产品业务拓展初期为获得客户定点项目，采取了较大幅度的价格让利策略所致。在汽车行业“价格战”常态化及供应链加速重构的背景下，短期内公司仍面临较大的价格下行压力，需持续关注产品单价及盈利水平的波动风险。

表2 公司天然皮革、人造革及合成革产品单价变动情况（单位：万元、万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2026年1-3月	2025年	2024年
天然皮革销售金额	13,509.21	86,475.43	74,682.95
天然皮革销售数量	672.02	4,431.53	3,102.89
天然皮革销售平均单价	20.10	19.51	24.07
人造革及合成革销售金额	15,456.77	53,462.21	34,374.22
人造革及合成革销售数量	3,183.63	9,394.29	3,898.39
人造革及合成革平均单价	4.86	5.69	8.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司对下游客户的信用政策未发生较大变化，给予约4-6个月信用期，结算方式仍以电汇和票据为主。考虑到公司下游直接合作客户为整车厂指定的一、二级供应商，终端车企新车型定点项目获取情况及已定点车型的销量表现对公司经营业绩影响显著。2025年，公司合作的主要终端客户较为稳定，受益于新能源车市场渗透率增长，当年新势力车企收入贡献度持续提升，对核心终端客户一汽大众的依赖度进一步降低，整体客户集中度略有下降但仍较高，且目前业务高度聚焦于汽车行业。

表3 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
2025年	客户一	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤、PU	3,394.17	25,015.17	17.88%
	客户二	裁片、整皮、绒面超纤、PU	2,768.58	19,347.59	13.83%
	客户三	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤、PU	1,887.34	19,096.15	13.65%
	客户四	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	906.91	15,454.31	11.04%
	合计			8,957.00	78,913.22
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

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

2025年公司新设多家子公司切入人形机器人赛道，重点开发功能皮革、机器人柔性皮肤等新产品，但目前仍处于研发布局及市场开拓阶段，暂未形成规模化收入，后续需关注相关客户量产落地情况给公司带来的业绩增量。

表4 公司在机器人领域规划布局（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主要业务
明新智源（浙江）新材料科技有限公司	0.10	100%	开发以功能皮革为核心的柔性传感器产品
明新智达（浙江）科技有限公司	0.10	70%	开发机器人轻量化关节、柔性皮肤等新业务
旭清灵动（上海）具身智能科技有限公司	0.12	65%	开发适用于特定场景应用的灵巧手

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

公司海内外产能持续扩张，并顺应市场需求结构变化将产能布局重心转向中低端人造革产品，但受行业竞争加剧、产品需求偏好迭代加快影响，整体产能利用效率明显承压

公司国内生产基地仍主要分布于江苏省新沂市、辽宁省阜新市和浙江省嘉兴市，按照产品分工及生产工序承担相应的生产职能，其中人造革产能均集中于新沂基地；2025年，公司持续增加墨西哥工厂产能投入，后续若实现量产，有助于提升海外客户订单响应速度并有效对冲贸易政策的影响，但海外运营成本相对较高，可能推升公司成本端压力。

2025年以来，主机厂迫于降本压力，对内饰材料的选择由传统真皮、超纤革向更具价格优势的PU、PVC等品类倾斜，行业需求结构持续迭代调整。当年随着子公司江苏明新旭腾科技有限公司在新沂基地的天然皮革全产线逐步达产，公司天然皮革产能大幅扩充，但下游订单增长不及预期导致产能利用率明显下滑；同时，为适配下游需求结构转变，公司调整了人造革业务产能布局，将用于扩产超纤产品的“明新转债”募投项目达产日期再度延缓至2026年12月³，需持续关注后续落地进展，同时以自有资金扩建PU、PVC产品产能，推动人造革总产能成倍增长，但产能爬坡初期利用率偏低，拖累人造革业务整体产能释放效率。总体来看，“以销定产”的经营模式下，公司产销率仍维持较高水平，但产品需求调整及行业竞争激烈导致产能负荷表现一般，未来需关注传统天然皮革下游需求增长乏力以及PU、PVC等中低端产品市场竞争加剧带来的产能消化担忧。

表5 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
2025 年	天然皮革	7,200.00	4,442.48	4,431.53	99.75%	61.70%
	人造革及合成革	15,190.02	11,707.46	9,394.29	80.24%	77.07%
2024 年	天然皮革	4,140.00	3,547.84	3,102.89	87.46%	85.70%
	人造革及合成革	5,726.39	4,629.98	3,898.36	84.20%	80.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

³ 项目总投资 6.23 亿元，拟投入募集资金 4.80 亿元，截至 2025 年末募集资金投入进度 54.98%。

为缓解贸易政策波动带来的成本压力，公司通过加大国产皮料采购占比并推进关键化料部分自给以实现降本增效，但2026年以来国际原油价格大幅上行或推升化料采购成本，且下游客户认证进度可能制约自产化料的产能释放节奏

公司生产成本中直接材料占比超 60%，核心原材料为皮料与化料，目前仍以进口采购为主，结算币种主要为美元、欧元。公司进口货物仍主要采用CIF结算，到港后的运输、报关等费用由公司自行承担，2025年因中美贸易壁垒升级，美国进口皮料成本变相上涨，公司由此加大国产皮料采购规模，推动皮料综合采购均价有所回落；但人造革所用化工原料多隶属石油产业链，2026 年以来国际局势扰动下原油价格震荡上行，推升原料成本，公司成本端压力有所加大，后续需持续跟踪油价波动及公司与供应商议价情况。近年为实现降本增效并优化生产工艺，公司持续向上游产业链延伸布局，2025年随着旗下子公司米尔化工产能逐步爬坡，已实现高性能树脂等关键化料的部分自供，可在一定程度上提高生产环节利润空间，但目前达产率不及预期，且该类自产原料仍需经过下游客户认证，认证周期或将影响产能释放节奏。

2025年，公司前五大供应商采购集中度提升至45.85%，与主要供应商合作关系相对稳定，考虑到皮料和化料市场竞争较为充分，公司不存在单一渠道依赖及原材料断供风险。

表6 公司主要原材料采购情况（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
2025 年	盐渍牛皮	22,204.02	282.72 元/张	19.58%
	蓝/白湿牛皮	15,409.87	8.01 元/平方英尺	13.59%
	合计	37,613.89	-	33.17%
	人造革及合成革	32,864.86	-	-
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 元/平方英尺	10.97%
	合计	24,049.13	-	32.21%
	人造革及合成革	16,552.77	-	-

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

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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计的财务报表。

多重因素叠加下，公司扣非归母净利润延续亏损状态，净利润转正主要得益于前期涉诉货款收回，主业盈利持续承压，叠加存货减值压力加大、债务规模阶段性增长，偿债能力边际下降；但经营活动现金流仍维持净流入，且债务结构中票据及可转债占比较高，短期刚性兑付压力尚有一定缓冲空间

资本实力与资产质量

2025年，整车厂普遍以提升票据结算占比的方式变相拉长回款周期、转嫁资金压力，传导效应下，公司应收账款账龄略有拉长，需关注对营运资金的占用；同年，公司与浙江国利汽车部件有限公司（以下简称“国利汽车”）的货款纠纷案件获法院判决胜诉，并据此对前期计提的坏账准备予以全额转回，年末坏账准备余额降至0.35亿元，此外，该案件对应赔付资金1.90亿元已于期后全额回款，推动2026年3月末公司应收账款规模大幅回落。公司一般依据与客户约定的节奏适度提前备货，2025年随着业务规模持续扩张，存货储备也相应增长，但部分客户因定点车型销量不及预期终止采购相关内饰配件，加之当年PU、PVC产品均系亏损状态，对应发出商品可变现净值低于账面成本，导致期末存货跌价准备余额大幅升至0.69亿元，需持续跟踪定点车型市场表现及行业价格战演变对存货减值压力的影响。

跟踪期内，公司现金类资产规模保持相对稳定，且期末因债务受限的资金占比不高，但若剔除用途受限的可转债募集资金，实际可动用流动性一般。因明新梅诺卡二期工程及米尔化工项目于2025年陆续转固，当年固定资产账面价值进一步增加，需关注后续周转效率及折旧计提对盈利的影响。

图4 公司资本结构

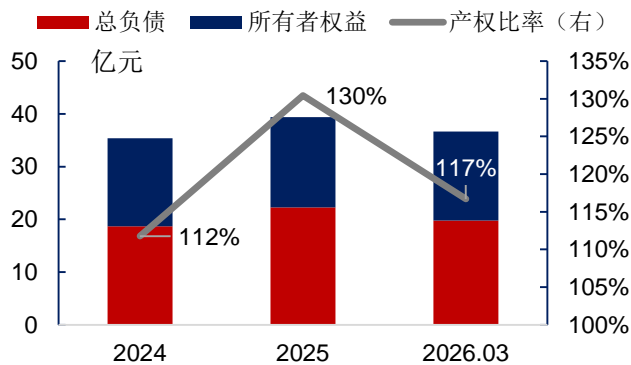
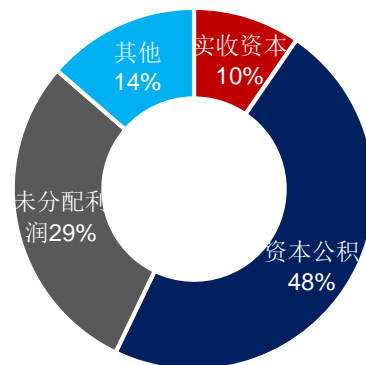


图5 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 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	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.87	5.11%	1.44	3.66%	2.61	7.39%
交易性金融资产	4.17	11.37%	3.80	9.65%	2.61	7.37%
应收账款	4.91	13.39%	8.60	21.84%	5.53	15.64%
存货	8.34	22.73%	8.46	21.48%	7.43	21.02%
流动资产合计	20.68	56.39%	23.33	59.24%	19.19	54.28%
固定资产	11.64	31.73%	11.72	29.77%	9.64	27.27%
在建工程	0.85	2.32%	0.79	2.00%	2.85	8.06%
非流动资产合计	16.00	43.61%	16.05	40.76%	16.16	45.72%
资产总计	36.68	100.00%	39.38	100.00%	35.35	100.00%

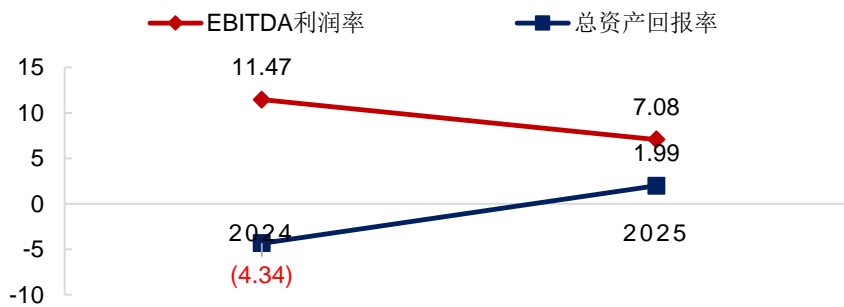
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年，国内整车厂价格战加剧，降本压力持续向上游供应链传导，大幅压缩公司产品盈利空间，加之产品结构向盈利性弱的低端品类倾斜以及前期产能扩建带来的增量折旧摊销压力，导致销售毛利率同比下降8.39pct，EBITDA利润率亦同步走弱。因此，尽管当年公司加强费用管控，推动期间费用率小幅回落，扣非归母净利润仍延续亏损状态（-1.43亿元），亏损幅度较上年略有收窄；但得益于国利汽车案件胜诉全额冲回前期计提的1.33亿元信用减值损失，非经常性损益带动公司净利润实现扭亏为盈，故总资产回报率同比转正。

虽然公司面临的产业链降本压力持续，但主机厂年降幅度有望回归合理水平，且随着PU、PVC等产品订单逐步放量，规模效应持续释放，相关品类毛利率有望改善并实现扭亏，上述因素将对公司业绩形成积极支撑，2026年1季度公司整体销售毛利率已出现小幅回升。但仍需关注行业价格竞争态势及新增固定资产折旧压力对利润空间的挤压。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年，公司持续优化上游供应商结算体系：一方面，公司逐步以银行承兑汇票替代传统电汇结算；另一方面，供应商给予的信用账期亦有所延长，受益于结算政策优化，叠加业务规模扩张，当年由应付票据及应付账款构成的上游经营性占款规模大幅提升，有效缓解了营运资金压力。此外，公司将闲置自有资金用于理财投资，但上游货款支付较为刚性，导致银行融资阶段性增长，债务规模有所提升。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.68	18.62%	4.68	20.99%	2.51	13.44%
应付票据	3.20	16.19%	2.48	11.13%	1.68	8.98%
应付账款	3.79	19.19%	5.96	26.75%	4.30	23.03%
一年内到期的非流动负债	0.37	1.85%	0.42	1.87%	0.98	5.23%
流动负债合计	11.34	57.39%	13.79	61.87%	9.78	52.41%
长期借款	0.31	1.57%	0.35	1.57%	0.58	3.11%

应付债券	6.20	31.38%	6.20	27.80%	5.87	31.47%
租赁负债	0.91	4.60%	0.94	4.21%	1.13	6.07%
负债合计	19.75	100.00%	22.29	100.00%	18.65	100.00%
总债务	14.66	74.21%	15.06	67.57%	12.74	68.29%
其中：短期债务	7.24	49.40%	7.58	50.31%	5.16	40.49%
长期债务	7.42	50.60%	7.48	49.69%	7.58	59.51%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着债务规模增长，公司杠杆经营程度亦有所提升，加之主业盈利水平走弱，各项偿债指标表现均有所下降，财务风险边际提升。2026年1季度经营活动现金流虽实现大幅净流入，但主要得益于国利汽车涉诉货款到账，公司实际经营造血能力未有明显改善。考虑到公司债务中可转债及可滚续的应付票据占比较高，且可转债存在转股可能，总体债务风险相对可控。

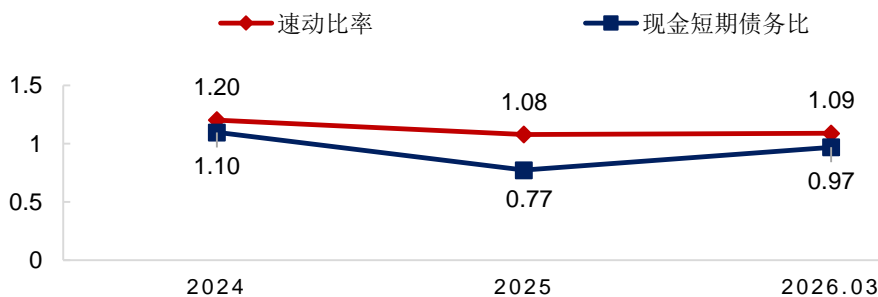
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	2.38	0.32	0.14
收现比	193.61%	86.33%	83.42%
FFO（亿元）	--	0.13	0.33
资产负债率	53.85%	56.61%	52.78%
净债务/EBITDA	--	9.18	5.47
EBITDA 利息保障倍数	--	1.88	2.45
总债务/总资本	46.41%	46.85%	43.29%
FFO/净债务	--	1.37%	4.44%
经营活动现金流净额/净债务	30.84%	3.33%	1.95%
自由现金流/净债务	26.40%	-6.72%	-30.51%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司速动比率和现金短期债务比波动下滑，流动性指标表现一般。考虑到截至2026年3月末，公司备用银行授信额度尚余5.94亿元，账面不动产尚未用于抵质押融资，且公司作为上市公司，拥有较为多元的融资渠道，预计仍具备一定的再融资能力。此外，公司经营活动现金流仍保持净流入，且短期内暂无大额资本开支需求，流动性风险总体可控。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（公司本部2026年5月15日、子公司明新梅诺卡2026年6月2日），公司本部及子公司明新梅诺卡均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，无逾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（2026年6月16日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

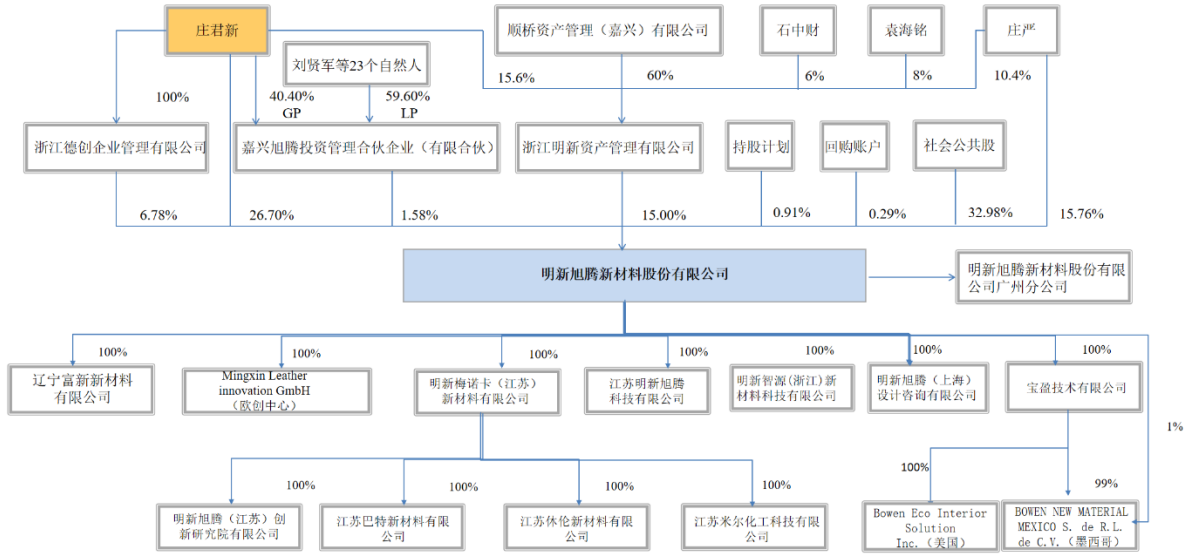
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	1.87	1.44	2.61	6.99
交易性金融资产	4.17	3.80	2.61	0.80
应收账款	4.91	8.60	5.53	4.78
存货	8.34	8.46	7.43	6.89
流动资产合计	20.68	23.33	19.19	20.16
固定资产	11.64	11.72	9.64	4.49
在建工程	0.85	0.79	2.85	5.56
非流动资产合计	16.00	16.05	16.16	14.24
资产总计	36.68	39.38	35.35	34.40
短期借款	3.68	4.68	2.51	2.36
应付票据	3.20	2.48	1.68	1.05
应付账款	3.79	5.96	4.30	2.26
一年内到期的非流动负债	0.37	0.42	0.98	0.20
流动负债合计	11.34	13.79	9.78	6.31
长期借款	0.31	0.35	0.58	1.17
应付债券	6.20	6.20	5.87	5.53
非流动负债合计	8.42	8.50	8.88	9.33
负债合计	19.75	22.29	18.65	15.64
总债务	14.66	15.06	12.74	11.50
其中：短期债务	7.24	7.58	5.16	3.61
长期债务	7.42	7.48	7.58	7.88
所有者权益	16.93	17.09	16.69	18.76
营业收入	3.02	14.83	11.79	9.06
营业利润	-0.20	0.19	-2.05	0.49
净利润	-0.16	0.15	-1.72	0.55
经营活动产生的现金流量净额	2.38	0.32	0.14	0.57
投资活动产生的现金流量净额	-0.65	-1.84	-2.85	-3.57
筹资活动产生的现金流量净额	-1.25	1.16	-0.31	-0.62
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	1.05	1.35	1.61
FFO（亿元）	--	0.13	0.33	0.91
净债务（亿元）	7.73	9.64	7.40	3.83
销售毛利率	13.80%	12.11%	20.50%	26.06%
EBITDA 利润率	--	7.08%	11.47%	17.72%
总资产回报率	--	1.99%	-4.34%	2.97%
资产负债率	53.85%	56.61%	52.78%	45.46%
净债务/EBITDA	--	9.18	5.47	2.39

EBITDA 利息保障倍数	--	1.88	2.45	3.09
总债务/总资本	46.41%	46.85%	43.29%	38.00%
FFO/净债务	--	1.37%	4.44%	23.69%
经营活动现金流净额/净债务	30.84%	3.33%	1.95%	14.94%
速动比率	1.09	1.08	1.20	2.10
现金短期债务比	0.97	0.77	1.10	2.18

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 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+经调整所有者权益
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

附录四 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