



# 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2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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2024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

- 本次评级结果是考虑到：2023年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）非牛皮革产品丰富度进一步提升，覆盖车型更广；公司产品下游客户粘性依然较高且质量较优，非牛皮革产品迅速放量且该产品盈利能力有所提升，成为公司收入重要来源。但中证鹏元也关注到，目前公司牛皮革和非牛皮革产品发展分化明显，2023年受订单减少及汽车价格竞争的影响，公司盈利能力进一步下滑；此外，需关注公司应收账款对营运资金的占用，单一客户依赖度虽有所降低但依然较大，仍需关注客户集中度较高的风险。此外，2023年公司杠杆经营程度有所提升，偿债能力有所弱化。

## 评级日期

2024年06月25日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	35.45	34.40	33.09	26.69
归母所有者权益	18.64	18.76	19.17	17.46
总债务	12.17	11.50	10.40	5.26
营业收入	2.24	9.06	8.56	8.21
净利润	0.13	0.55	1.00	1.63
经营活动现金流净额	-0.42	0.57	0.82	0.65
净债务/EBITDA	--	2.37	-0.85	-1.62
EBITDA 利息保障倍数	--	3.09	5.89	15.77
总债务/总资本	39.51%	38.00%	35.17%	22.98%
FFO/净债务	--	23.88%	-75.64%	-49.35%
EBITDA 利润率	--	17.72%	21.32%	28.22%
总资产回报率	--	2.97%	4.70%	8.21%
速动比率	1.79	2.10	2.74	1.92
现金短期债务比	1.80	2.19	3.31	2.14
销售毛利率	27.44%	26.06%	32.49%	40.21%
资产负债率	47.44%	45.46%	42.07%	33.95%

注：2021-2022年公司净债务为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：张伟亚  
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷  
gett@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司产品矩阵进一步丰富，适用车型价格区间有所拓宽。**2023 年公司产品矩阵进一步拓宽，除在原有的“MINGXIN”全植鞣真皮、“MENORCA”全水性绒面超纤、“VERSTAR”全水性超纤革、“HURONGO”全水性合成革水性产品基础上，新增“EIVISA”环保 PVC 水性产品，且公司产品适用车型从中高端延展至覆盖中高端为主、低端车型市场为补充，覆盖车型更广。
- **公司下游客户粘性较好，非牛皮革产品进一步放量且该产品盈利能力有所改善。**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“上海通用”）外，继续开拓新能源客户。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。2023 年公司非牛皮革产品总体发展劲头较好，绒面超纤、超纤革和 PU 三类非牛皮革产品快速放量，成为公司收入重要来源。

## 关注

- **公司依旧面临客户集中度较高的风险。**跟踪期内公司虽持续开拓新的客户，但是核心终端客户一汽大众销售占比达 38.21%，核心终端客户及前五大直接客户销售占比仍高达近 70%。目前一汽大众新能源转型仍在进行中，新能源车市场竞争又较为激烈，若未来终端客户生产的车型销售不及市场预期或汽车行业发展不及预期，将对公司经营造成不利影响。
- **关注公司应收账款对营运资金占用风险。**2023 年应收账款账面价值增长 20.93%，高于营业收入 5.87% 的增长率，且应收账款周转天数有所拉长，考虑到终端整车厂价格竞争激烈，公司作为汽车零部件二级供应商现金回款或受其传导影响，需关注应收账款对营运资金的占用情况。
- **跟踪期公司杠杆经营程度边际提升，偿债能力有所弱化。**近年公司为扩大产能加大基础设施建设投资，总债务规模从 2022 年末的 10.40 亿元增至 2024 年 3 月末的 12.17 亿元，资产负债率持续上升至 2024 年 3 月末的 47.44%，EBITDA 利息保障倍数小幅下滑，杠杆经营能力总体有所提升，偿债能力有所弱化。

## 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仍具备一定的市场竞争力，且公司非牛皮革产品均为全水性产品，符合汽车革清洁化、绿色化发展方向，且客户粘性较高。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	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		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

## 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	2023-06-14	2028-03-29

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月30日发行6年期6.73亿元“明新转债”，募集资金计划用于“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。根据公司发布的《明新旭腾新材料股份有限公司2023年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2023年12月31日，“明新转债”募集资金专项账户余额为44.07万元。根据公司于2024年6月14日发布的《明新旭腾新材料股份有限公司关于部分募投项目延期的公告》，“年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”完工日期由2024年7月调整至2025年12月。“明新转债”于2022年10月10日开始转股，初始转股价格为24.81元/股，截至本报告出具日，转股价格为24.41元/股。

## 三、发行主体概况

2023年至今公司名称未发生变化，控股股东和实际控制人未发生变化，仍为庄君新先生，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。同期公司产品矩阵进一步拓宽，除在原有“MINGXIN”全植鞣真皮、“MENORCA”全水性绒面超纤、“VERSTAR”全水性超纤革、“HURONGO”全水性合成革水性产品基础上，新增“EIVISA”环保PVC水性产品，公司产品适用车型从中高端延展至覆盖中高端为主、低端车型市场为补充。受公司回购股份注销影响，2024年3月末公司股本降至16,254.01万元，注册资本为16,253.73万元。截至2024年5月10日，庄君新先生控制公司股份合计占总股本比例为35.56%，其中，庄君新先生直接持股比例为26.64%，通过浙江德创企业管理有限公司控制公司5.84%的股权，通过嘉兴旭腾投资管理合伙企业（有限合伙）控制公司3.08%的股权，同期末庄君新先生无股权质押情况。截至2024年5月10日，第二大股东庄严先生质押801.00万股，占其持有股份数的28.61%，占总股本的4.93%。2023年至今，公司为拓展海外市场合并范围新增2家子公司，无子公司减少情况，具体变动见下表。

**表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万美元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
Bowen Eco Interior Solution Inc.	100.00%	10.00	新设
Bowen New Material Mexico S. de R.L. de C.V.	100.00%	437.00	新设

注：Bowen Eco Interior Solution Inc.位于美国底特律、Bowen New Material Mexico S.de R.L.de C.V位于于墨西哥。根据2024年6月14日公司公告的《明新旭腾新材料股份有限公司关于向墨西哥子公司增资的公告》，预计向Bowen New Material Mexico S. de R.L. de C.V.现金货币增资2,000.00万美元,以支持其发展。

资料来源：公司提供，公司2023年年度报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

### 行业环境

**预计 2024 年在国内整车市场需求稳中有增，汽车零部件行业仍将继续受益于汽车出海维持较高景气度和汽车零部件国产替代率逐步提升的双重有利因素，其中新能源汽车零部件产业链需求将更为旺盛**

**盛；同时需关注 2024 年下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车和新能源车全面掀起降价潮，或对汽车零部件企业盈利形成一定挤压**

2023 年中国汽车销售市场整体表现良好，在新能源汽车快速增长的带动下全年销量维持较高增速，累计销量 3,009.4 万辆，同比增长 12.00%，自 2021 年以来已连续 3 年实现保持增长趋势，全年销量更创历史新高。出口市场方面，2023 年，我国实现汽车出口 491 万辆，同比大幅增长 57.90%，表现亮眼，全球范围看，2023 年我国汽车出口量超越日本，已跃升世界第一大汽车出口国。

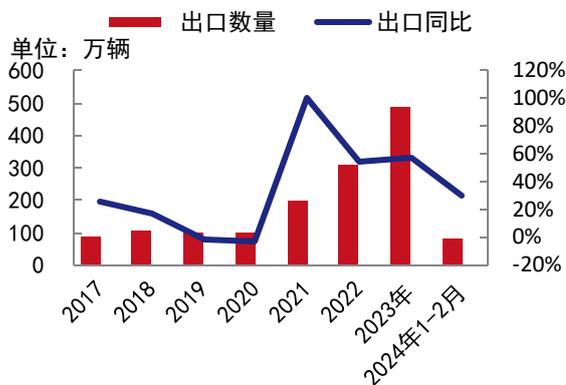
汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一。2024 年 3 月，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，开展汽车以旧换新。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设，利好政策频出。主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力。截至 2023 年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至 238 辆<sup>1</sup>，但与美国 837 辆、韩国 472 辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。同时，预计国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企、部分电动化转型较好且具备综合研发配套能力的零部件企业将继续受益于新能源行业的较高景气度，转型较慢的传统燃油车厂商面临压力，尾部企业开始出清，行业竞争加剧。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，自 2023 年以来，国内汽车市场一轮轮汽车降价浪潮此起彼伏，不仅涉及传统车企，更多造车新势力也纷纷加入其中。究其原因，首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，希冀于加强去库存收拢回现金流改善经营状况；其次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间，在囚徒困境的博弈环境下，其他车企必须纷纷跟随降价销售策略，作为主机厂商的供应商，汽车零部件行业面临的主机厂采购价格压降压力或随之上升。

<sup>1</sup> 按照 2023 年末汽车保有量 3.36 亿量/2023 年末全国人口数量计算所得。

**图 1 2023 年我国汽车销量保持增长**

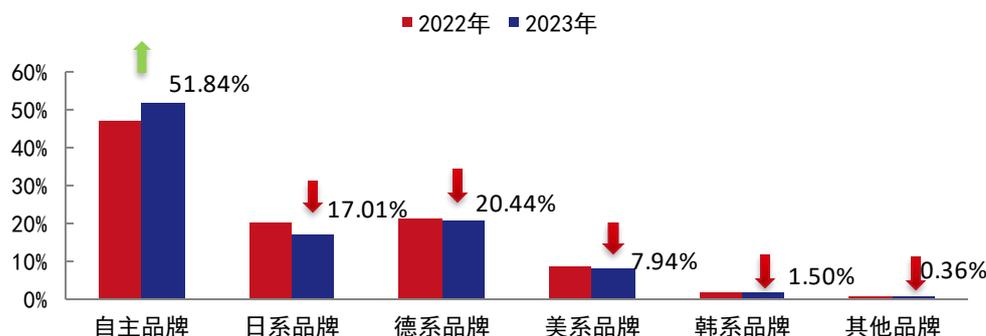

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

**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

预计 2024 年我国汽车零部件行业将继续受益于自主品牌销量提升带来的国产替代化进程，但行业内部仍将面临一定分化，其中随着新能源汽车市场渗透率不断提高，与新能源汽车相关零部件需求有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于全球领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，部分细分零部件领域的全球市占率有望进一步抬升，但仍需关注海外贸易政策风险

从汽车品牌来看，凭借着丰富的车型布局，领先的电池配套能力和良好的市场营销，2023 年自主品牌销售延续亮眼表现，销量持续高速增长，自主品牌市场份额大幅增至 51.84%，带动国产汽车零部件企业持续受益。但同时也需要关注到，近年来我国自主品牌销量增长的主要贡献因素仍源于新能源汽车市场，新能源汽车零部件供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的尤其是国产汽车零部件企业将持续受益，而传统燃油车销售占比的持续下降将使得转型较慢的传统燃油车零部件供应商面临更大的经营压力，预计 2024 年汽车零部件行业内部仍将出现一定分化。

**图 3 自主品牌受益于新能源车市场爆发式增长市占率大幅提高，预计 2024 年自主品牌市占率或将进一步上升**


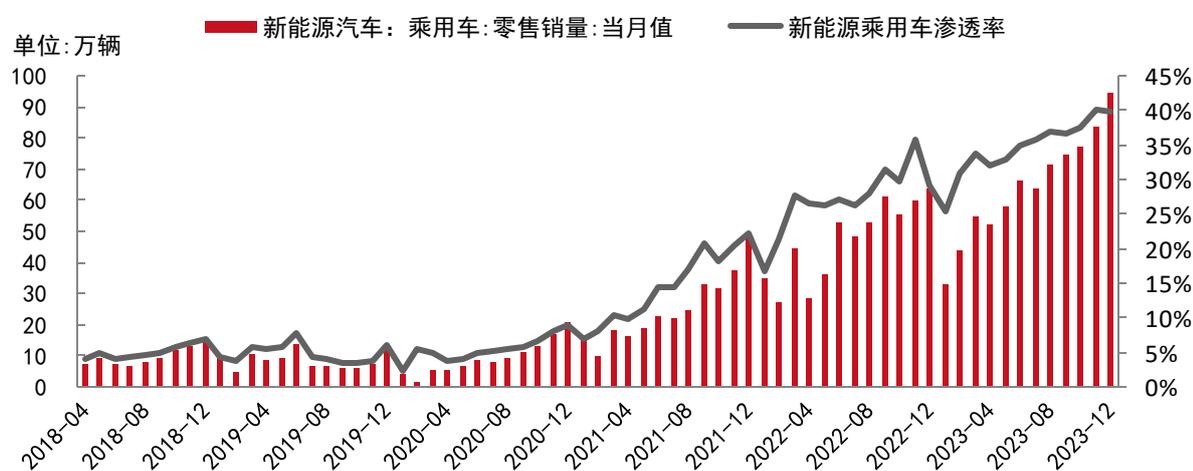
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施持续完善，主流车企不断加大新能源车型投放力度，汽车智能化程度不断提升，未来国内市场对新能源车的需求仍较好，需求推动已取代政策推动成为刺激新能源车消费的核心动力，预计新能源汽车渗透率和新能源零

部件需求均有望进一步提高。

从中期来看，掌握新能源汽车零部件核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出的趋势愈发明显。长期来看，政府支持新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场渗透率继续扩大仍是必然趋势，新能源汽车零部件需求存在持续支撑。此外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于全球领先地位，国内汽车零部件企业在部分领域技术和成本优势明显，随着海外产能规划建设布局加速，汽车零部件企业有望加快实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升全球市场份额。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链，但也需要关注海外市场面临的贸易政策风险。

**图 4 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势**



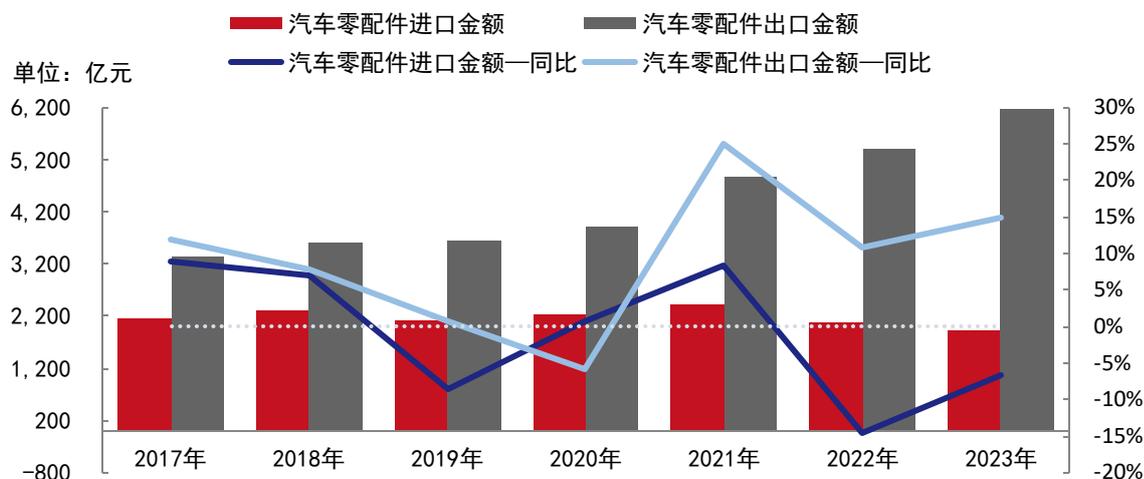
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

**2023 年汽车零部件出口延续增长趋势，续创历史新高，进口金额有所下滑；预计随着国内自主品牌配套零部件企业加速出海，出口金额仍将持续增长，但未来需关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素**

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，尽管 2019-2020 年受中美贸易摩擦等因素影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。2021-2023 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、国内外新能源汽车渗透率持续提高，中国汽车零部件汽车成本优势愈发凸出，市场消费者认可度逐步提升，新能源汽车正从政策驱动转向消费者需求驱动。2023 年中国汽车零部件出口金额同比增长 14.90%，达到 6,165.86 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场景气度尚可，而中国在新能源产业链上发力较早，具备产业链集聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动汽车零部件行业持续上行，中证鹏元预计 2024 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦等海外不确定性限制因素的存在仍会对我国汽车零部件的进出口产生一定影响，未来需持续关注海外经济和贸易环境改善情况等因素。

**图 5 2023 年汽车零部件出口表现亮眼**


资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

**除实用性和舒适性外，预计汽车革将向绿色无污染、功能性和时尚性发展，明新旭腾水性产品符合行业发展趋势**

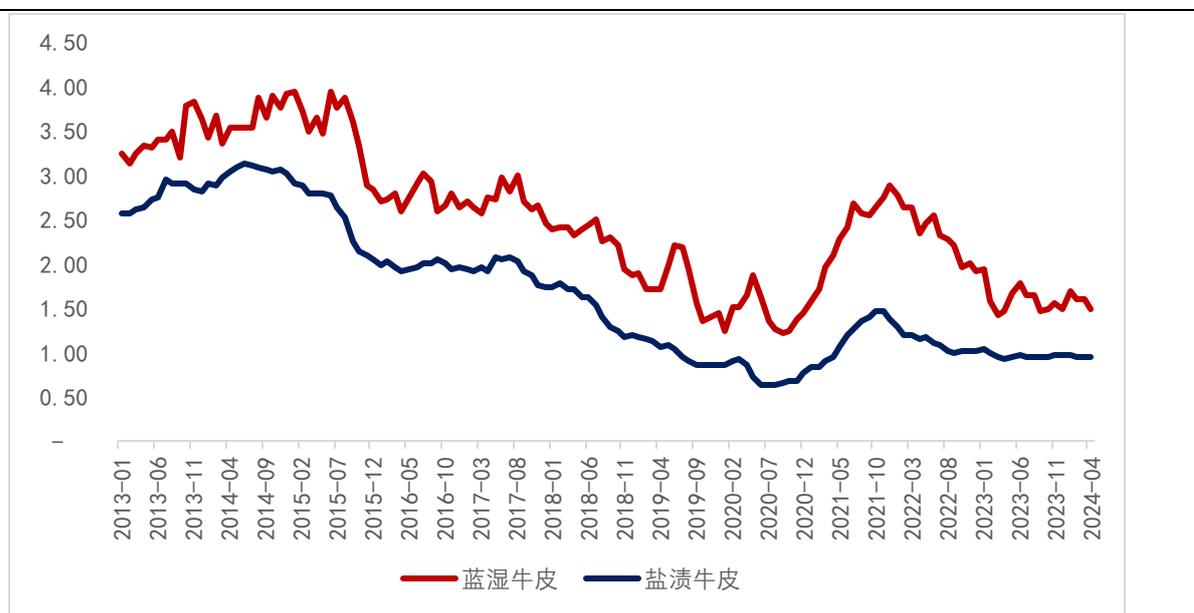
目前国内汽车皮革市场中，约20%由海外进口，60%以上由国内合资公司生产，剩下约20%由国内厂商供货。汽车革行业集中度较高，其中国际龙头中德国柏德、美国鹰革、日本美多绿、美国GST收入体量较大，估计市占率合计约60%，国内汽车革供应商主要包括明新旭腾、兴业科技等。目前随着乘用车的普及和个人消费水平的提高，除追求汽车革的实用性和舒适性外，行业技术逐步向绿色制造和时尚性、功能性发展。**绿色制造：**皮革制造的污染问题一直是行业关注的重点，目前生态汽车革的研发和制造是未来的主要发展方向，即要求制造企业使用绿色化学品和绿色工艺，同时注重工艺内材料的循环与再利用，使用清洁化生产工艺及先进制革加工技术；进行节能减排，环保创新、资源节约和再利用等技术和工艺的改进等。**时尚性和功能性：**随着人们生活水平和消费观念的不断提高，对汽车革的要求开始不再局限于实用性和舒适性，而是希望通过各种途径改变皮革性能以满足质量和时尚性要求。具有优良使用性能、色彩丰富的中高档汽车革材料将可能成为重点发展对象。例如纳帕革，珠光效应革，绒面革，仿旧的擦色革及更为时尚的打孔、缝线及刺绣技术等。当然特殊效应革不仅仅局限于外观的表面效应，更为重要的是如防水革、防油革、防污革、阻燃革、苯胺革等功能性皮革。目前明新旭腾研发的超纤产品包括绒面超纤、光面超纤和水性PU，且均为全水性产品，符合行业发展趋势。

#### 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

皮革的主要原材料为毛皮，牛皮占皮革的65%左右。我国虽是全球牛皮产量大国，但毛皮质量较差，而养牛业发达的澳大利亚、巴西、美国等国家的牛皮质量稳定，大小规格等方面较为统一，因此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，2020年蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价分别跌至最低点1.22美元/千克和0.63美元/千克，2020年下半年开始，牛皮价格触底反弹，2022年至今蓝湿牛皮价格和盐

渍牛皮价格总体呈现下降趋势。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 6 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

## 五、经营与竞争

2023年公司主营业务毛利率有所下探，公司非牛皮革产品进一步放量且该产品盈利能力总体有所提升，公司产品矩阵的丰富有利于提高对不同价格区间车型覆盖度，但仍需关注公司客户集中度较高的风险

2023年受绒面超纤收入提升的影响，公司主营业务收入增长至8.29亿元，其中牛皮革和非牛皮革收入有所分化。2023年公司牛皮革产品营业收入相对稳定，但产品结构变化较大，当年公司整皮产品收入下滑明显而裁片产品收入大幅提升，主要系新能源车企对产品交付形态的需求变化所致。非牛皮革产品进一步放量，各产品收入均有所提升。2023年公司非牛皮革产品类型进一步拓展且公司覆盖的车型从原来的中高端车型拓展至中高端车型为主，低端车型辅以补充，覆盖车型更加广泛。毛利率方面，受汽车价格战传导至汽车零部件供应商及订单减少的影响，整皮产品占收入比重较高但毛利率有所下滑，主营业务综合毛利率下滑7.19个百分点至28.57%。除整皮产品、绒面超纤外，其余产品毛利率总体呈上升趋势。

**表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
整皮产品	40,708.98	49.13%	34.48%	56,062.12	72.37%	41.44%
裁片产品	19,711.28	23.79%	20.15%	5,998.80	7.74%	9.69%

绒面超纤	17,486.81	21.10%	32.62%	12,316.03	15.90%	33.26%
超纤革	4,279.29	5.16%	4.70%	2,477.33	3.20%	1.19%
PU	679.68	0.82%	-34.25%	607.31	0.78%	-39.41%
<b>合计</b>	<b>82,866.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.57%</b>	<b>77,461.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.76%</b>

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

**2023年公司汽车牛皮革产销量发展平稳，超纤产品表现出较强的增长潜力，销量提升明显且产能利用率有所提升，2024年需关注传统燃油车销量疲软对公司牛皮革整皮销量的影响**

跟踪期，公司车用牛皮革生产基地未发生变化，仍位于辽宁省阜新市和浙江省嘉兴市，其中阜新市主要负责将原皮处理成皮胚，嘉兴市主要负责对皮胚进行加工并完成发货。阜新基地靠近公司核心终端客户一汽大众的长春产业基地，嘉兴市则靠近公司长三角地区的直接客户一级供应商，2023年公司华东地区和华北地区收入合计占主营业务收入的75.64%，公司生产基地布局贴近目标销售地，有利于公司快速响应市场需求变动。公司非牛皮革产品生产基地位于江苏省新沂市，公司使用自有资金建设的“年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”已于2022-2023年已经全面投产，受新能源汽车客户进一步拓展及超纤产品替代部分传统燃油车牛皮革内饰的影响，2023年超纤产量大幅提升，带动2023年超纤产能利用率有所提高。2023年公司牛皮革产能利用率基本保持稳定，目前新能源汽车替代传统燃油车仍在进程中且车企价格战仍旧激烈，若新增客户拓展不及预期或存在产能利用率波动较大的情况。产销方面，2023年公司对于定制化产品较2022年备货更为谨慎，尽量避免对应车型销售不及预期导致半成品积压的情况，因此2023年公司产销率总体有所提升。

**表3 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
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%
2022年	牛皮革	3,840.00	2,819.86	2,715.75	96.31%	73.43%
	超纤	2,152.78	1,605.01	1,281.77	79.86%	74.56%

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位于新沂市，主要包括IPO募投项目和“明新转债”募投项目。中证鹏元认为，公司目前主要在建项目募投资金已到位，项目资金投入压力相对可控，未来随着在建项目逐步达产，公司产能会进一步提升。但目前汽车价格战依旧激烈，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，若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对盈利能力的侵蚀。

**表4 2023年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	总投资	已投资	预计完工时间	资金来源	预计新增产能
----	-----	-----	--------	------	--------

年产 110 万张牛皮汽车革清洁智能化提升改造项目	21,850.00	12,501.43	2024 年 12 月	IPO 募集资金	110 万张
年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目	39,800.00	23,607.45	2024 年 12 月	IPO 募集资金	
年产 800 万平方米水性定岛超纤新材料智能制造项目	62,309.91	17,314.10	2025 年 12 月	可转债募集资金	800 万平方米

注：受下游市场及宏观环境变化的综合影响，公司适当调整募投项目建设进度，“年产 110 万张牛皮汽车革清洁智能化提升改造项目”因为 2023 年 5 月新增项目实施地点新沂，导致募投项目新增实施地点处的建设行政手续较原计划滞后，以致公司募投项目无法在原定时间内完工建设。鉴于上述情况，公司对上述募投项目达到预定可使用状态的日期进行调整至 2024 年 12 月。根据公司披露的 2023 年年度报告，年产 110 万张牛皮汽车革清洁智能化提升改造项目当年实现收益 0.16 亿元。

注 2：“年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目”由于变更实施地点至新沂，导致募投项目建设行政手续及施工进度较原计划滞后，以致公司募投项目无法在原定时间内完工建设。同时，受下游市场及宏观环境变化的综合影响，公司适当调整募投项目建设进度。目前，设备正在抓紧安装调试中，同时正在办理试生产相关手续。为确保公司募投项目稳步实施，降低募集资金使用风险，公司根据目前募投项目实际建设进度，经审慎研究，对上述募投项目达到预定可使用状态的日期进行调整至 2024 年 12 月。

注 3：受下游市场及宏观环境变化的综合影响，公司在实施过程中综合考虑现有人才结构和市场需求等因素，控制了投资节奏，减缓了募投项目的实施，因而“年产 800 万平方米水性定岛超纤新材料智能制造项目”整体实施进度不及预期，无法在原定计划时间内达到预定可使用状态。为了维护公司及全体股东的利益，公司根据募投项目当前的实际建设进度及公司业务开展情况，经审慎研究，在保持募投项目的实施主体、投资总额、资金用途不变的情况下，拟将该项目达到预定可使用状态的日期由 2024 年 7 月调整至 2025 年 12 月。

资料来源：公司提供，WIND，中证鹏元整理

### 2023年公司与主要客户合作关系较为稳定，对一汽大众的依赖度进一步下降，但终端客户集中度仍旧较高，需关注行业集中度风险

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。日常经营中，公司销售活动仍主要由市场部负责，指派专门的业务员负责大客户维护和新客户开发等。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。双方就供货量、供货时间和交货地点等信息沟通一致后，市场部将订单信息转达至生产部和物流部，供其组织生产活动和物流运输。

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。2023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受益于工人裁剪熟练度提升，单位时间内产能利用率上升所致，进而人工成本有所下降。超纤产品销售单价提升则受益于产能利用率提升摊薄成本所致。总体来看，公司整皮产品销售情况受传统燃油车销量疲软影响总体发展不及预期，公司业务新量主要受益于新能源汽车客户的拓展。

**表5 2022-2023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	2023 年	2022 年 <sup>12</sup>
----	--------	----------------------

整皮产品销售金额	40,708.98	56,062.12
整皮产品销售数量	1,934.99	2,451.06
<b>整皮产品销售平均单价</b>	<b>21.04</b>	<b>22.87</b>
裁片产品销售金额	19,711.28	5,998.80
裁片产品销售数量	816.26	264.69
<b>裁片产品销售平均单价</b>	<b>24.15</b>	<b>22.66</b>
超纤产品销售金额	21,766.10	14,793.37
超纤产品销售数量	1,913.61	1281.76
<b>超纤产品销售平均单价</b>	<b>11.37</b>	<b>11.54</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期，公司确认收入的方式未发生变化，仍为公司将产品发出后，一、二级供应商收到产品并出具验收单，双方确认无误后公司即可确认收入。下游前五大直接销售客户未发生变化，仍以浙江国利汽车部件有限公司和延锋汽车饰件系统有限公司为主。2023年公司应收账款周转天数有所拉长，结算方式仍是多使用电汇和承兑汇票结算。由于传统燃油车去真皮化趋势，2023年公司对终端应用的核心客户一汽大众的依赖度进一步下降，销售金额占比从2022年的58.05%下降至38.21%，但占比依然较大，主要系传统燃油车订单下降及公司新能源客户拓展进程加快所致。目前新能源车型矩阵较传统燃油车更新频率加快，导致新能源汽车市场销售情况波动明显，虽公司尽量降低定制化产品的储备，但若对应车型销售不及预期仍将导致库存积压风险。此外，虽核心终端客户占比进一步有所下降，但仍需关注行业集中度风险较高风险。

**表6 终端用户采购情况及配套车型（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	占比
2023年	客户一	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	2,028.89	31,660.3	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%
	<b>合计</b>			<b>3,358.40</b>	<b>57,306.63</b>
2022	客户一	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	2,109.73	44,965.44	58.05%
	客户二	裁片、整皮、绒面超纤	592.90	10,895.21	14.07%
	客户三	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	602.04	8,785.73	11.34%
	客户四	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	178.56	2,695.43	3.48%
	<b>合计</b>			<b>3,483.23</b>	<b>67,341.81</b>

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

### 公司汽车牛皮革中牛皮占比较高且主要依赖进口，需关注原材料价格波动和汇率波动对公司盈利能力的影响

跟踪期，公司牛皮革原材料仍主要包括皮料和化学材料等，其中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。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。具体来看，皮料作为牛皮革主要原材料，公司已与供应商建立了长期稳定的合作关系，根据市场部承接的订单及生产安排来制定采购计划，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<sup>2</sup>，货物到港后运输和报关费用等由公司自行承担。公司一般在每年年初与化料供应商进行价格谈判，签订供货协议。公司结算货币主要涉及美元和欧元，需关注汇率波动对成本的影响。受蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价下降影响，公司采购单价随行就市同步下滑。付款方式上，皮料和化料采购仍主要以开立信用证和电汇为主。

**表7 公司 2022-2023 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
2023 年	盐渍牛皮	18,341.71	290.63 元/张	33.90%
	蓝湿牛皮	6837.63	8.29/平方英尺	12.64%
	<b>合计</b>	<b>25,179.34</b>	-	<b>46.54%</b>
	超纤直接材料	8,243.75	-	-
2022 年	盐渍牛皮	13,341.21	300.00 元/张	29.18%
	蓝湿牛皮	1,522.22	15.09 元/SF	3.33%
	<b>合计</b>	<b>14,863.43</b>	-	<b>32.50%</b>
	超纤直接材料	4,683.29	-	-

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

公司的生产成本中直接材料占总成本的比重较高。公司牛皮革产品直接材料构成中，皮料和化学材料是最主要的构成部分，超纤产品主要原材料为化料。皮料和化学材料作为由市场定价的大宗商品，公司采购价格基本上随行就市。2023年公司皮料采购平均单价较有所下降，成本端压力边际有所递减。但考虑到公司作为汽车零部件供应商，对于原材料价格波动造成的成本压力较难转移至下游客户，且叠加整车厂的年降政策，公司水性PU产品虽能应用至箱包、鞋靴和家居等行业，但目前产销量相对较低，行业风险分散能力较弱，仍需关注原材料价格大幅波动对公司成本控制能力的挑战。由于目前公司皮料和化学材料以进口为主，需关注汇率变动对营业成本的影响。此外，目前公司非牛皮革产品色母粒已实现自给自足，化学材料后续待子公司江苏米尔化工科技有限公司大规模投产，成本端压力降进一步有所缓释。

<sup>2</sup> CIF 指“成本加保险费加运费”，即货价计算因素里面会包含从装运港到指定地址港口的一般运费和规定的保险费用，在装运港装上承运方船舶时，就表示已经完成交货。

**表8 公司主营业务成本构成及占比情况（单位：万元，%）**

产品类型	成本构成项目	2023年		2022年	
		金额	占比	金额	占比
牛皮革整皮	直接材料	18,546.19	69.53	22,240.70	67.75
	其中：皮料	8,330.18	31.23	12,034.60	36.66
	化料	10,216.01	38.30	10,206.10	31.09
	直接人工	1,539.07	5.77	1,585.57	4.83
	制造费用	6,391.01	23.96	8,571.29	26.11
	其他	197.39	0.74	430.04	1.31
	<b>小计</b>	<b>26,673.65</b>	<b>100.00</b>	<b>32,827.61</b>	<b>100.00</b>
牛皮革裁片	直接材料	9,357.65	59.45	3,584.75	66.17
	其中：皮料	4,199.53	26.68	2,045.64	37.76
	化料	5,158.12	32.77	1,539.11	28.41
	直接人工	1,904.59	12.10	471.86	8.71
	制造费用	4,361.66	27.71	1,314.28	24.26
	其他	116.48	0.74	46.59	0.86
	<b>小计</b>	<b>15,740.37</b>	<b>100.00</b>	<b>5,417.48</b>	<b>100.00</b>
绒面超纤	直接材料	4,299.43	36.49	3,146.72	38.28
	燃动费	2,138.52	18.15	1,584.05	19.27
	直接人工	1,192.39	10.12	862.31	10.49
	制造费用	4,083.81	34.66	2,508.83	30.52
	其他	68.34	0.58	118.37	1.44
	<b>小计</b>	<b>11,782.48</b>	<b>100.00</b>	<b>8,220.27</b>	<b>100.00</b>
超纤革	直接材料	3,352.01	82.19	2,074.52	84.75
	燃动费	129.69	3.18	61.68	2.52
	直接人工	315.67	7.74	26.93	1.10
	制造费用	249.19	6.11	239.64	9.79
	其他	31.81	0.78	45.04	1.84
	<b>小计</b>	<b>4,078.37</b>	<b>100.00</b>	<b>2,447.81</b>	<b>100.00</b>
PU	直接材料	592.29	64.91	481.50	56.87
	燃动费	75.74	8.30	83.88	9.91
	直接人工	97.27	10.66	105.80	12.50
	制造费用	140.79	15.43	162.58	19.20
	其他	6.39	0.70	12.90	1.52
	<b>小计</b>	<b>912.47</b>	<b>100.00</b>	<b>846.66</b>	<b>100.00</b>

注：合计加总值和小计值有差异主要系四舍五入尾差所致。

资料来源：公司公告的2023年年度报告，中证鹏元整理

近年公司上游主要的供应商较为稳定，双方维持较好的合作关系。2022-2023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较高，均在50%左右。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。

**表9 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
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
	<b>合计</b>	<b>26,064.04</b>	<b>48.17%</b>	-
2022年	供应商一	11,785.94	25.77%	皮料
	供应商二	7,335.74	16.04%	加工费
	供应商三	2,876.05	6.29%	皮料
	供应商四	2,349.22	5.14%	化料
	供应商五	2,231.90	4.88%	皮料
	<b>合计</b>	<b>26,578.85</b>	<b>58.12%</b>	-

注：出于商业保密要求，不公布具体供应商名称。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

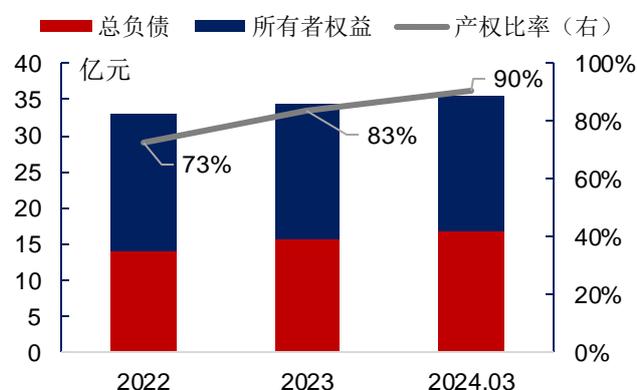
### 财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并范围变化如表1所示。截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共12家，详见附录二。

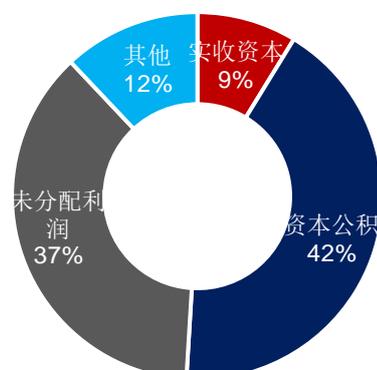
### 资本实力与资产质量

跟踪期公司在建项目的投资持续提升，应收账款增幅高于收入增长率，需关注其对营运资金的占用情况，且公司存货规模较大，有一定跌价风险

受公司回购股份并注销影响，2023年公司净资产有所下降，总负债规模进一步上升，进而使得净资产对负债的保障程度持续下滑。

**图 7 公司资本结构**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 8 2024 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023 年末货币资金和交易性金融资产共 7.79 亿元，受限仅为 0.25 亿元，虽其中部分为 IPO 和“明新转债”的募集资金，但由于可暂时做理财产品提高资金使用效率。2023 年应收账款账面价值增长 20.93%，高于营业收入 5.87% 的增长率，且应收账款周转天数有所拉长，考虑到终端整车厂价格竞争激烈，公司作为汽车零部件二级供应商现金回款或受其传导影响，但汽车零部件的认证制度使其外部竞争者存在进入壁垒且公司下游终端客户资质相对较优，回款风险相对可控，仍需关注应收账款对营运资金的占用情况。存货中原材料、在产品和半成品为主要构成，2023 年末存货占总资产的比重为 20.03%，虽然公司对于定制化产品尽量在可控范围内提高其订单的转化率，但 2023 年公司裁片产品占比提升，需关注定点车型销售不及预期导致的存货减值风险。跟踪期内，公司在建工程投资持续加大，目前在建项目以 IPO 募投项目和“明新转债”募投项目为主，待后续项目完工公司产能将得到明显提升，但仍需关注汽车市场销量变化和客户开拓情况对其盈利的影响。跟踪期内，除不断投资建设的自有厂房外，公司亦通过租赁厂房的方式用于扩充产能，2023 年末公司使用权资产上升至 1.20 亿元。

**表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.40	15.22%	6.99	20.31%	9.15	27.65%
交易性金融资产	1.20	3.38%	0.80	2.33%	2.50	7.56%
应收账款	4.90	13.81%	4.78	13.88%	3.95	11.93%
存货	7.75	21.87%	6.89	20.03%	6.30	19.02%
其他流动资产	0.60	1.70%	0.43	1.24%	0.17	0.51%
<b>流动资产合计</b>	<b>20.37</b>	<b>57.46%</b>	<b>20.16</b>	<b>58.61%</b>	<b>22.97</b>	<b>69.42%</b>
固定资产	4.46	12.59%	4.49	13.05%	4.65	14.05%
在建工程	6.47	18.25%	5.56	16.17%	1.79	5.41%
无形资产	1.45	4.08%	1.46	4.24%	1.50	4.54%
使用权资产	1.18	3.33%	1.20	3.49%	0.94	2.84% <sup>17</sup>

非流动资产合计	15.08	42.54%	14.24	41.39%	10.12	30.58%
资产总计	35.45	100.00%	34.40	100.00%	33.09	100.00%

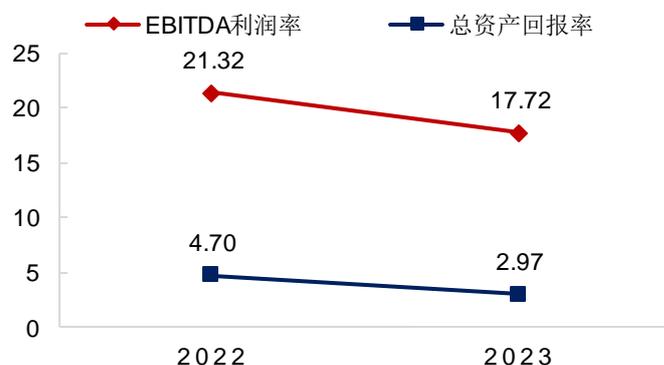
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2023年公司盈利能力进一步下降，考虑到汽车降价促销仍存，若订单获取或客户开拓不及预期，或存在盈利能力继续下探压力**

2023年公司汽车牛皮革和非牛皮革产品收入分化明显，受订单减少影响，汽车牛皮革产品收入有所下滑，但得益于公司非牛皮革产品进一步放量和市场对非牛皮革产品接受度提升，公司非牛皮革产品收入快速增长，综合影响下2023年公司收入微增5.87%至9.06亿元。受订单减少和汽车价格战竞争激烈影响，公司牛皮革产品毛利率下滑明显，使得公司销售毛利率有所下滑。期间费用<sup>3</sup>方面，2023年公司对对外融资力度较大，当年财务费用增长明显，研发支出仍投资较大，期间费用占营业收入的比重增长2.24个百分点至22.59%，毛利率的下降叠加期间费用增长，公司利润总额下滑明显，EBITDA利润率亦同步下降至17.72%。公司近年着力发展非牛皮革产品，相关基础设施建设投入有所增加，但公司盈利能力下降，因而总资产回报率也降至2.97%。目前公司IPO募投项目和“明新转债”募投项目仍处于建设期，但考虑到汽车降价促销仍存，若公司获取订单不及预期或成本压降程度较汽车年降政策偏低，则盈利能力存在的进一步下行压力。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**跟踪期公司杠杆经营程度提升，偿债能力有所弱化，但目前债务风险总体可控**

跟踪期公司债务结构未发生变化，仍以长期债务为主，但杠杆经营程度提升，总债务规模持续提升至2024年3月末的12.17亿元。公司长短期借款主要以信用借款为主，不动产抵押未做抵押仍有融资空

<sup>3</sup> 期间费用包括财务费用、研发费用、销售费用及管理费用。

间，且“明新转债”存在转股的可能性，公司债务风险可控。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.16	12.86%	2.36	15.11%	2.44	17.54%
应付票据	1.57	9.32%	1.05	6.72%	1.18	8.50%
应付账款	2.78	16.52%	2.26	14.45%	2.03	14.56%
一年内到期的非流动负债	0.09	0.54%	0.20	1.28%	0.04	0.31%
<b>流动负债合计</b>	<b>7.04</b>	<b>41.86%</b>	<b>6.31</b>	<b>40.36%</b>	<b>6.09</b>	<b>43.75%</b>
长期借款	1.58	9.37%	1.17	7.45%	0.60	4.31%
应付债券	5.58	33.16%	5.53	35.34%	5.19	37.30%
租赁负债	1.20	7.13%	1.19	7.63%	0.94	6.75%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.78</b>	<b>58.14%</b>	<b>9.33</b>	<b>59.64%</b>	<b>7.83</b>	<b>56.25%</b>
<b>负债合计</b>	<b>16.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.92</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	12.17	72.38%	11.50	73.52%	10.40	74.72%
其中：短期债务	3.82	22.73%	3.61	23.11%	3.67	26.35%
长期债务	8.35	49.66%	7.88	50.41%	6.73	48.36%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司主营业务获现能力虽有所提升，但销售毛利率下滑叠加期间费用率上升，公司主营业务现金生产能力减弱。2023年公司在建项目的资本开支大幅增长，在建工程由2022年末的1.79亿元增至5.56亿元，经营发展对外融资依赖度提升，资产负债率增长至45.46%。2023年公司自有现金流受资本开支增加影响转为负。同期末公司杠杆经营程度边际提升，净债务由负转正，息税折旧摊销利润对净债务的保障程度、总资产对总债务的保障程度均有所下滑，总体偿债能力有所下降。

**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

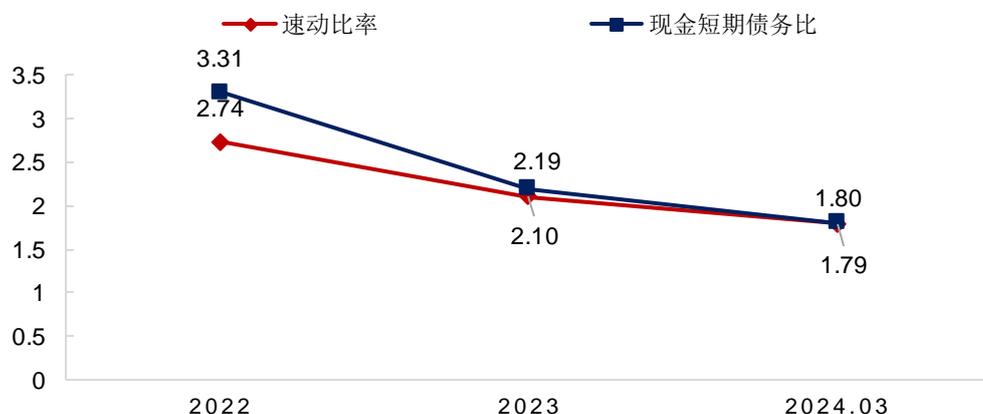
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.42	0.57	0.82
收现比	97.11%	105.89%	96.42%
FFO（亿元）	--	0.91	1.18
资产负债率	47.44%	45.46%	42.07%
净债务/EBITDA	--	2.37	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	3.09	5.89
总债务/总资本	39.51%	38.00%	35.17%
FFO/净债务	--	23.88%	-75.64%
经营活动现金流/净债务	-7.86%	15.06%	-52.55%
自由活动现金流/净债务	-25.57%	-94.04%	127.15%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023年末速动比率和现金短期债务比均有所下滑，但流动性总体较好。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抵质押，仍具备一定的再

融资能力。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 10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境及社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（截至 2024 年 5 月 31 日），公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚，公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚。

#### 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。截至 2024 年 3 月末，公司组织架构图见附录三。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 9 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

2023年公司产品矩阵进一步丰富，覆盖车型由原来的中高端延伸至中高低端，覆盖车型更加广泛。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。2023年公司非牛皮革产品收入及盈利能力均有所提升。但中证鹏元也关注到，受订单减少及汽车价格竞争激烈影响，2023年公司销售毛利率下滑6.43个百分点至26.06%，叠加期间费用对盈利的侵蚀，2023年公司营业利润下滑55.93%至0.49亿元。跟踪期内公司核心终端客户占比高达近70%，仍需关注客户集中度较高的风险。此外，2023年应收账款账面价值增长20.93%，高于营业收入5.87%的增长率，且应收账款周转天数有所拉长，需关注应收账款对营运资金的占用情况。跟踪期内公司经营发展对外融资依赖度提升，总债务规模持续攀升，且偿债能力有所下降。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“明新转债”的信用等级为AA-。

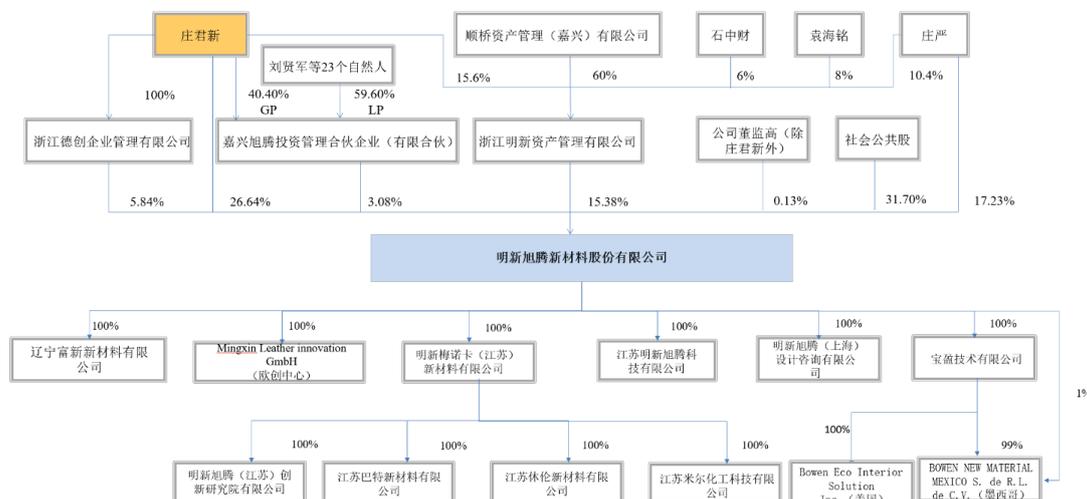
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.40	6.99	9.15	8.31
交易性金融资产	1.20	0.80	2.50	0.00
应收账款	4.90	4.78	3.95	3.18
存货	7.75	6.89	6.30	5.65
其他流动资产	0.60	0.43	0.17	0.33
流动资产合计	20.37	20.16	22.97	18.41
固定资产	4.46	4.49	4.65	3.39
在建工程	6.47	5.56	1.79	1.47
无形资产	1.45	1.46	1.50	1.07
非流动资产合计	15.08	14.24	10.12	8.29
资产总计	35.45	34.40	33.09	26.69
短期借款	2.16	2.36	2.44	3.53
应付票据	1.57	1.05	1.18	0.70
应付账款	2.78	2.26	2.03	1.78
一年内到期的非流动负债	0.09	0.20	0.04	0.05
流动负债合计	7.04	6.31	6.09	6.63
长期借款	1.58	1.17	0.60	0.00
应付债券	5.58	5.53	5.19	0.00
租赁负债	1.20	1.19	0.94	0.97
非流动负债合计	9.78	9.33	7.83	2.43
负债合计	16.82	15.64	13.92	9.06
总债务合计	12.17	11.50	10.40	5.26
其中：短期债务	3.82	3.61	3.67	4.28
长期债务	8.35	7.88	6.73	0.97
总债务	12.17	11.50	10.40	5.26
所有者权益	18.64	18.76	19.17	17.63
营业收入	2.24	9.06	8.56	8.21
营业利润	0.11	0.49	1.11	1.88
净利润	0.13	0.55	1.00	1.63
经营活动产生的现金流量净额	-0.42	0.57	0.82	0.65
投资活动产生的现金流量净额	-1.04	-3.57	-4.35	-2.84
筹资活动产生的现金流量净额	0.23	-0.62	5.07	1.87
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）		1.61	1.82	2.32
收现比	97.11%	105.89%	96.42%	111.02%
FFO（亿元）	--	0.91	1.18	1.86
净债务（亿元）	5.34	3.80	-1.55	-3.76

销售毛利率	27.44%	26.06%	32.49%	40.21%
EBITDA 利润率	--	17.72%	21.32%	28.22%
总资产回报率	--	2.97%	4.70%	8.21%
资产负债率	47.44%	45.46%	42.07%	33.95%
净债务/EBITDA	--	2.37	-0.85	-1.62
EBITDA 利息保障倍数	--	3.09	5.89	15.77
总债务/总资本	39.51%	38.00%	35.17%	22.98%
FFO/净债务	--	23.88%	-75.64%	-49.35%
经营活动现金流/净债务	-7.86%	15.06%	-52.55%	-17.17%
自由现金流/净债务	-25.57%	-94.04%	127.15%	32.92%
速动比率	1.79	2.10	2.74	1.92
现金短期债务比	1.80	2.19	3.31	2.14

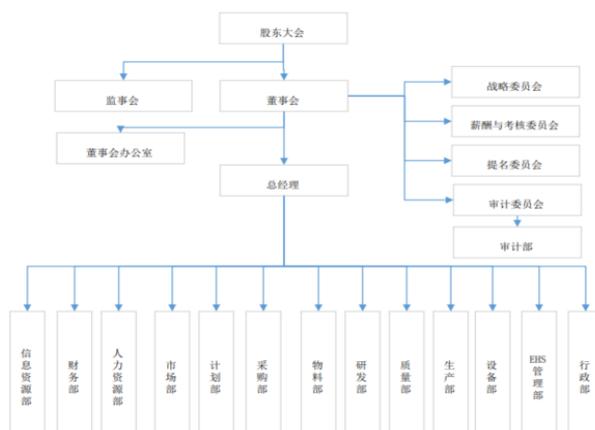
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2024 年 5 月 10 日公司股权结构图和下属子公司



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 附录四 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	占销售总额比例
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	334.2	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%
	<b>合计</b>		<b>3,314.26</b>	<b>56,804.07</b>
2022	客户 1	1,994.87	33,095.42	42.72%
	客户 2	816.60	21,542.47	27.81%
	客户 3	267.66	5,296.95	6.84%
	客户 4	142.76	3,060.26	3.95%
	客户 5	133.94	2,312.51	2.99%
	<b>合计</b>		<b>3,355.83</b>	<b>65,307.61</b>

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

## 附录五 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、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。

### 二、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。

### 三、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。

### 四、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。