

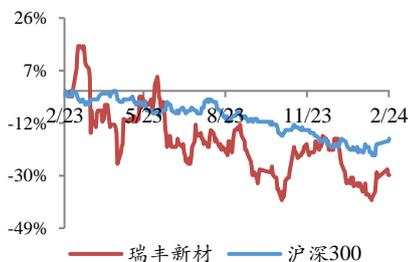
润滑油添加剂新星崛起，国产替代加速产能扩张

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-21

收盘价（元）	43.42
近 12 个月最高/最低（元）	71.80/37.41
总股本（百万股）	288
流通股本（百万股）	202
流通股比例（%）	70.04
总市值（亿元）	125
流通市值（亿元）	88

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 公司是国内润滑油添加剂头部企业，产能快速扩张加快产品认证

润滑油添加剂行业有较高的行业壁垒，目前超过 85% 的市场主要被国外四大公司所垄断。公司现有润滑油添加剂产能超 20 万吨，在建产能 55 万吨。公司目前已自主掌握 CI-4 级、CK-4 级柴油机油复合剂配方工艺，SN 级、SP 级汽油机油复合剂配方工艺，其中 CI-4、SN、SP 级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试，可满足不同客户的需求，同时还可以根据客户的需求提供各类型的定制产品。凭借技术优势和产品优势，公司已发展成为国内头部的润滑油添加剂供应商。

● 润滑油添加剂千亿市场，国产替代下公司份额快速提升

全球润滑油添加剂千亿市场，综合考虑到印度、巴西等新兴经济体的高速增长，润滑油添加剂有望进入新一轮需求增长周期，预计至 2025 年，全球润滑油添加剂需求量将增加至 570 万吨，市场规模约为 195 亿美元。目前四大润滑油添加剂公司占据 85% 左右市场，瑞丰新材抓住国内润滑油行业快速发展的契机，市场份额快速提升，2022 年润滑油添加剂销量达到 14.3 万吨，近 5 年复合增长率 37.6%。未来公司继续和下游润滑油领先企业壳牌、美孚、道达尔、中石化、中石油等保持合作，稳定的合作关系有望拉动公司销量阶梯式增长。国内客户方面，2023 年 1-11 月份公司对中石化销售额为 1.06 亿元，较 2022 年全年增加 0.5 亿元。未来大企业的“品牌效应”也有助于提高公司对于其他中小客户的开拓效率，瑞丰市场份额有望继续快速提升。

● 润滑油添加剂认证壁垒高，公司复合剂产品认证持续突破

API 是润滑油添加剂行业应用最广的认证标准，只有满足认证标准的润滑油才能用于初装市场。API 认证流程复杂、验证周期长、价格昂贵。从认证流程上看只需要六个月左右，但前期的积累和行车实验的耗时往往在两年以上。目前 CI-4、SN、SP 级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试，用事实证明了公司产品的性能与品质等级，有助于进一步提升公司的核心竞争力，为公司实现单剂向复合剂、中低端向中高端的战略转型迈出了坚实厚重的一步，为公司加快进入主流市场奠定了坚实的基础。API 认证是润滑油添加剂企业进入下游大客户供应链的前提条件，通过更高等级认证的产品往往具有更高的产品附加值，未来随着公司复合剂产品持续突破以及公司产能快速扩张，公司产品有望实现量价齐升。

● 投资建议

公司作为润滑油添加剂头部企业，不断开拓下游重点客户，目前公司已经和下游润滑油领先企业壳牌、美孚、道达尔、中石化、中石油等建立

合作，未来大企业的“品牌效应”有助于提高公司对于其他中小客户的开拓效率。未来瑞丰市场份额有望继续快速提升。预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 34.0、43.6、61.8 亿元，实现归母净利润 6.3、8.1、10.6 亿元，对应 PE 分别为 20X、15X、12X。首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

复合剂产品认证不能顺利通过的风险；
 原材料价格及供应风险；
 汇率风险；
 安全生产风险；
 募投项目建设风险；
 国际政策变化风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3046	3400	4356	6176
收入同比 (%)	181.8%	11.6%	28.1%	41.8%
归属母公司净利润	588	628	810	1055
净利润同比 (%)	192.5%	6.8%	28.9%	30.2%
毛利率 (%)	30.1%	31.5%	31.6%	29.8%
ROE (%)	21.5%	19.9%	20.4%	20.9%
每股收益 (元)	3.92	2.18	2.81	3.66
P/E	31.46	19.92	15.45	11.86
P/B	6.75	3.97	3.14	2.48
EV/EBITDA	28.40	15.77	11.44	8.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内润滑油添加剂头部企业，经营业绩快速增长	6
1.1 国内润滑油添加剂头部企业，产能持续扩张	6
1.2 润滑油添加剂业务快速成长，海外业务占比稳步提升	8
2 润滑油添加剂千亿市场，公司产能持续扩张加速国产替代	10
2.1 空间：规模超千亿，需求稳中有增	10
2.2 格局：国外四大占据 85% 的份额，我国已发展为净出口国	14
2.3 客户：下游客户集中度高，公司逐步进入大客户供应体系	18
3 润滑油添加剂认证壁垒高，公司复合剂产品认证持续突破	20
3.1 润滑油认证标准严格，认证周期长、费用高	20
3.2 积极布局台架试验和行车试验，公司复合剂产品认证持续突破	23
4 投资建议	24
风险提示:	25
财务报表与盈利预测	27

图表目录

图表 1 瑞丰新材发展历程	6
图表 2 瑞丰新材股权结构	6
图表 3 瑞丰新材产品结构	7
图表 4 瑞丰新材产能情况	7
图表 5 瑞丰新材营业收入高速增长	8
图表 6 瑞丰新材归母净利润高速增长	8
图表 7 瑞丰新材润滑油添加剂业务快速发展	9
图表 8 瑞丰新材润滑油添加剂业务毛利率稳步增长	9
图表 9 瑞丰新材主营业务海外营收快速增长（亿元）	9
图表 10 瑞丰新材主营业务海外毛利率高于国内	9
图表 11 瑞丰新材销售毛利率及销售净利率稳步提升	10
图表 12 瑞丰新材研发费用率稳步提升	10
图表 13 润滑油添加剂服务于润滑油市场	10
图表 14 润滑油添加剂类型、性能及用途	11
图表 15 全球润滑油添加剂消耗量（万吨）及增速	12
图表 16 全球润滑油添加剂市场规模（亿美元）及增速	12
图表 17 全球润滑油添加剂功能分布情况	12
图表 18 全球添加剂在润滑油中的应用分布情况	12
图表 19 全球汽车产量（万辆）	13
图表 20 全球汽车保有量（亿辆）	13
图表 21 2015-2017 年各品类润滑油添加剂复合增长速度	13
图表 22 PCMO 构成	14
图表 23 HDMO 构成	14
图表 24 中国润滑油添加剂需求量（万吨）	14
图表 25 我国添加剂按功能分类占比情况	14
图表 26 四大润滑油添加剂公司占据 85%左右市场	15
图表 27 国外添加剂公司产品及优势领域	15
图表 28 国内主要润滑油添加剂生产企业基本情况	16
图表 29 我国润滑油进出口量（万吨）	17
图表 30 我国润滑油添加剂进出口均价（万元/吨）	17
图表 31 2023 年中国润滑油添加剂出口量按国家分类（万吨）	18
图表 32 润滑油组成成分	18
图表 33 全球润滑油市场规模预测	18
图表 34 全球润滑油行业发展重心向亚太区域转移	19
图表 35 2023 年全球润滑油公司 TOP20	19
图表 36 2014 年全球润滑油市场格局	19
图表 37 2018-2019 我国润滑油竞争格局	20
图表 38 瑞丰新材润滑油添加剂销量及全球市占率	20
图表 39 润滑油认证体系	21

图表 40 API 汽车机油/柴机油质量等级.....	22
图表 41 API 等级认证流程.....	22
图表 42 瑞丰新材柴油发动机台架.....	23
图表 43 瑞丰新材天然气发动机台架.....	23
图表 44 瑞丰新材汽油发动机台架.....	23
图表 45 瑞丰新材汽机油行车试验.....	23
图表 46 公司部分柴油机油复合剂.....	24
图表 47 公司部分汽油机油复合剂.....	24
图表 48 公司业务拆分及盈利预测.....	24
图表 49 可比公司估值对比情况.....	25

1 国内润滑油添加剂头部企业，经营业绩快速增长

1.1 国内润滑油添加剂头部企业，产能持续扩张

国内润滑油添加剂和无碳纸显色剂头部供应商。瑞丰新材成立于 1996 年，自主研发并生产销售活性白土类型固体显色剂和酚醛类树脂显色剂，填补国内空白；1999 年公司开始研发润滑油添加剂产品，相继研发了清净剂、高温抗氧剂、抗氧抗腐剂和分散剂等产品；2013 年，公司开始调制生产复合剂产品；2018 年，公司设立台架试验中心和行车试验中心，提升润滑油添加剂复合剂的研发和应用能力；2019 年，中石化资本对公司进行产业投资，双方进行资源对接，优势互补；2020 年，公司在深交所成功上市。凭借技术优势和产品优势，公司已发展成为国内领先的润滑油添加剂供应商和全球主要的无碳纸显色剂供应商。

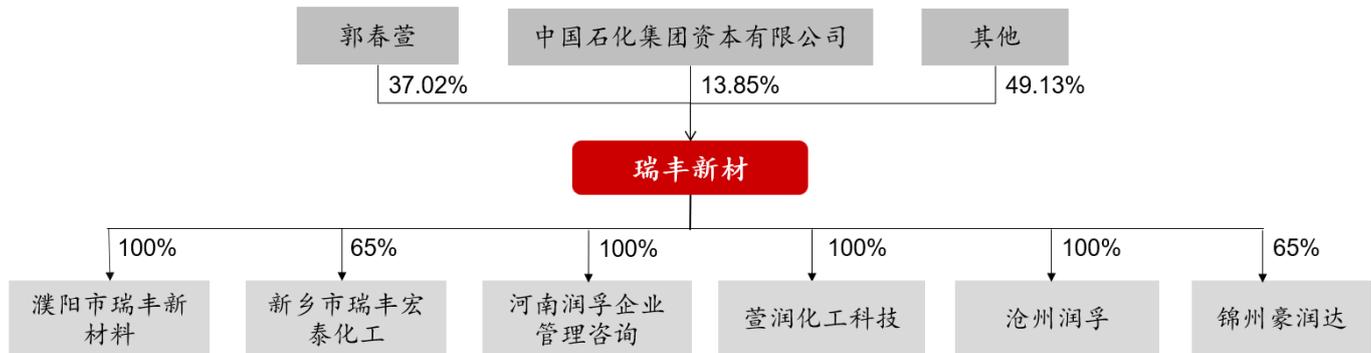
图表 1 瑞丰新材发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司实控人为郭春萱先生，中石化注资助力公司协同发展。截至 2023 年 9 月 30 日，郭春萱直接持有公司 37.02% 股本，是公司的实控人。中石化资本直接持有公司 13.85% 股本，为公司第二大股东。中石化资本于 2019 年对公司进行产业投资，中石化资本的入股有助于双方进行资源对接，优势互补，形成合力，共同做大润滑油添加剂产业。

图表 2 瑞丰新材股权结构



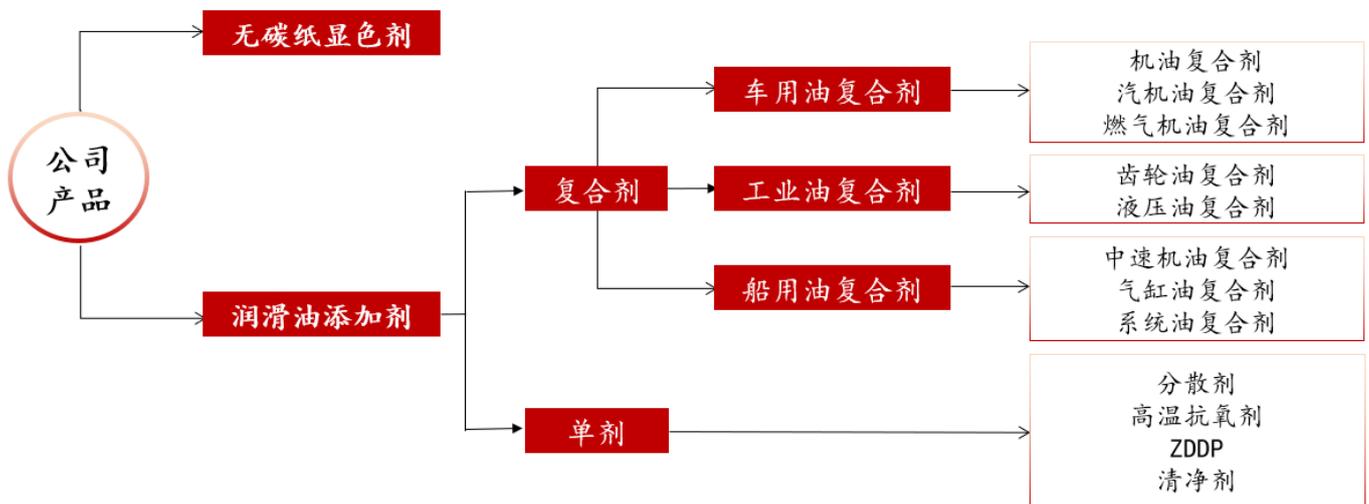
资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司产品为精细化工品,按用途可以分为润滑油添加剂、无碳纸显色剂两大类,其中主导产品为润滑油添加剂。

润滑油添加剂:据公司公告,截至2023年9月30日,公司单剂产能超过20万吨,稳居国内“第一阵营”。公司生产的润滑油添加剂产品可广泛用于汽车发动机(包括天然气发动机)润滑油、航空航天发动机油、铁路机车发动机油、船舶发动机油、工业润滑油、润滑脂、乳化炸药等领域。

无碳纸显色剂:公司现有无碳纸显色剂产能1万吨,产品广泛用于采用无碳纸制作的各种多联的发票、收据、快递单、空白打印纸等。无碳纸显色剂通常分为活性白土显色剂和树脂显色剂,树脂显色剂又可以分为酚醛类树脂显色剂和水杨酸类树脂显色剂。

图表 3 瑞丰新材产品结构



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 4 瑞丰新材产能情况

业务板块	产品	现有产能(万吨/年)	在建产能(万吨/年)	预计投产时间
无碳纸显色剂	树脂显色剂	1	-	
清净剂	硫化烷基酚钙	2	5	规划中
	重烷基苯磺酸盐	6	6	2023 年底
		-	3	规划中
	烷基水杨酸钙	-	1	2022 年底
		-	1	规划中
小计	8	16		
抗氧抗腐剂	ZDDP	2.5	12.5	规划中
	高温抗氧化剂	1	-	
	RF3323(无灰抗氧化剂)	0.25	-	
	RF1135(酚酯型抗氧化剂)	0.2	-	
	RF1035(硫醚型抗氧化剂)	0.02	0	
	烷基硫代氨基甲酸钼	-	0.1	

	小计	3.97	12.6	
分散剂	无灰分散剂	4	3	2023 年底
			13	规划中
	小计	4	16	
抗磨剂	酸性磷酸酯	0	1	
粘酯剂		0	1.5	
金属减活剂		-	0.4	
降凝剂		0	0	
复合剂	齿轮油复合剂	0	4	
	液压油复合剂	0	4	
	其他	1.5	28.5	
	小计	1.5	36.5	
润滑油	酯类油产品	-	5	
中间体	烷基酚 (PDF-1)	0.7	-	
	烷基苯 (PDF-2)	0.8	1.2	
	硫化异丁烯	-	3	
	小计	1.5	4.2	
合计 (不含无碳纸显色剂)		18.97	92.8	

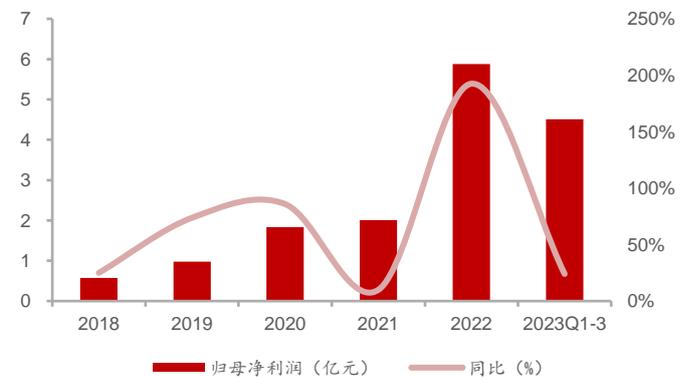
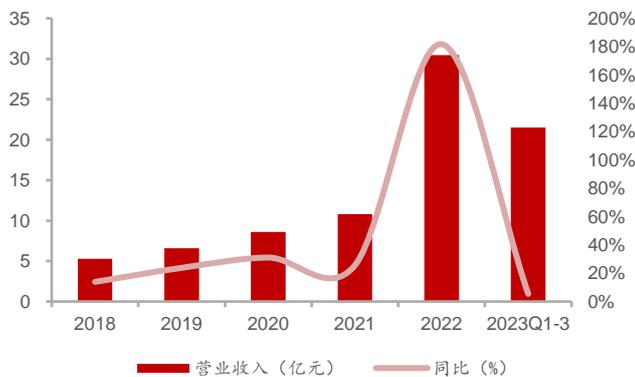
资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

1.2 润滑油添加剂业务快速成长，海外业务占比稳步提升

润滑油添加剂助力公司高速增长。2018-2022 年公司营业收入从 5.3 亿元增长至 30.46 亿元，年均复合增速达 54.83%，2018-2022 年公司归母净利润从 0.57 亿元增长至 5.88 亿元，年均复合增速为 79.22%。业绩高速增长的原因在于：①在全球疫情叠加地缘政治冲突影响下，对全球润滑油添加剂的供应链带来重大挑战，公司润滑油添加剂业务迎来较好的发展机遇和广阔的市场空间，润滑油添加剂产品销售业务快速增长，产销规模持续扩大，2022 年实现润滑油添加剂销售量 14.31 万吨，同比增长 112.35%；②公司向复合剂为主转型升级卓有成效，在核心客户准入方面取得突破，复合剂销量快速增长，2022 年公司复合剂收入占比达 66.44%。2023 年前三季度实现收入 21.52 亿元，同比+5.42%，实现归母净利润 4.51 亿元，同比+24.01%，主要系公司不断开辟新的增长点，紧跟客户需求点，实现了销量的平稳增长。

图表 5 瑞丰新材营业收入高速增长

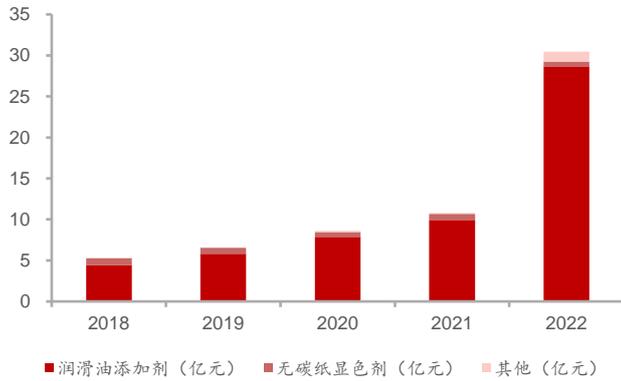
图表 6 瑞丰新材归母净利润高速增长



资料来源：WIND，华安证券研究所

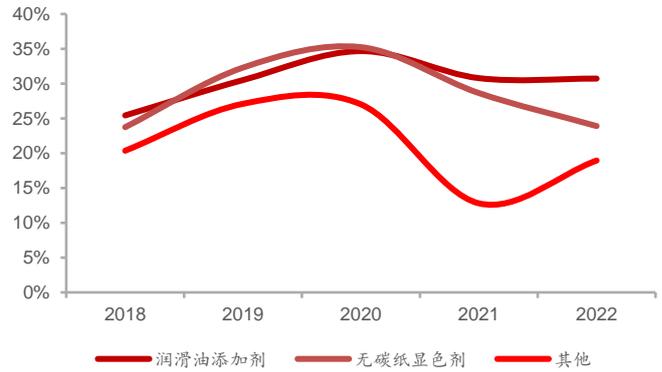
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 7 瑞丰新材润滑油添加剂业务快速发展



资料来源: WIND, 华安证券研究所

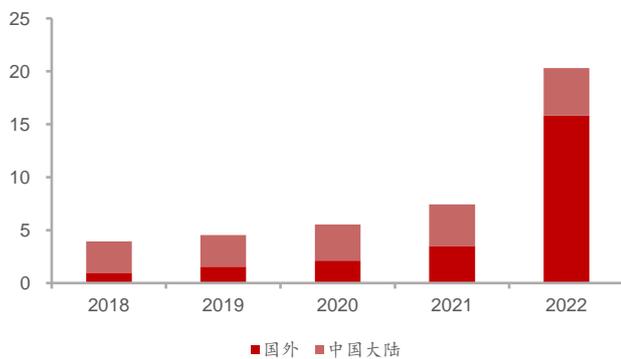
图表 8 瑞丰新材润滑油添加剂业务毛利率稳步增长



资料来源: WIND, 华安证券研究所

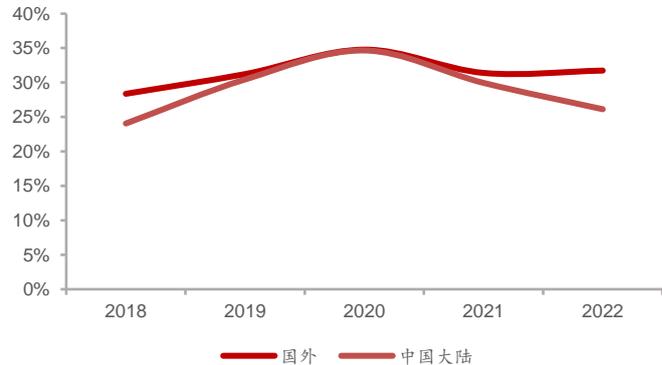
主营业务海外营收快速增长。2018-2022 年公司主营业务海外收入从 0.98 亿元增长至 15.85 亿元, 年均复合增速达 103.27%, 2018-2022 年公司主营业务国内收入从 2.95 亿元增长至 4.46 亿元, 年均复合增速为 11.63%。主要原因是在全球润滑油添加剂供应链重构背景下, 公司抓住机遇拓展海外客户, 实现润滑油添加剂产品海外销售业务快速增长。

图表 9 瑞丰新材主营业务海外营收快速增长 (亿元)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

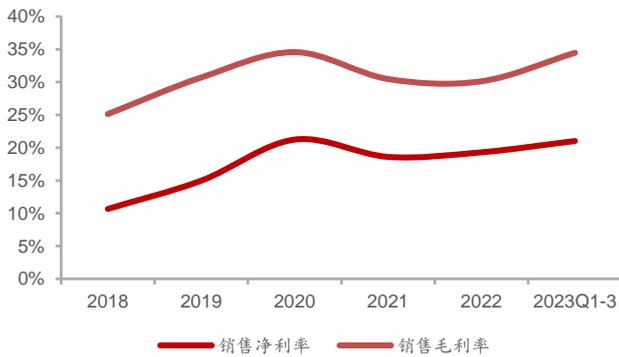
图表 10 瑞丰新材主营业务海外毛利率高于国内



资料来源: WIND, 华安证券研究所

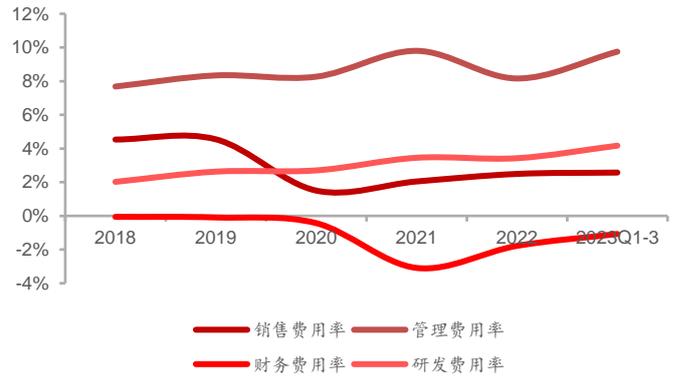
公司盈利能力和研发费用占比稳步提升。2018 年到 2023 年前三季度, 公司销售毛利率从 25% 增长至 34%, 销售净利率从 11% 增长至 21%。主要原因是公司产品结构发生变化, 润滑油添加剂占比持续提升, 推动公司盈利能力稳步提升。同时公司持续推进研发建设, 研发费用率稳步提升, 2018 年到 2023 年前三季度, 公司研发费用率从 2% 增长至 4%。

图表 11 瑞丰新材销售毛利率及销售净利率稳步提升



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 12 瑞丰新材研发费用率稳步提升



资料来源: WIND, 华安证券研究所

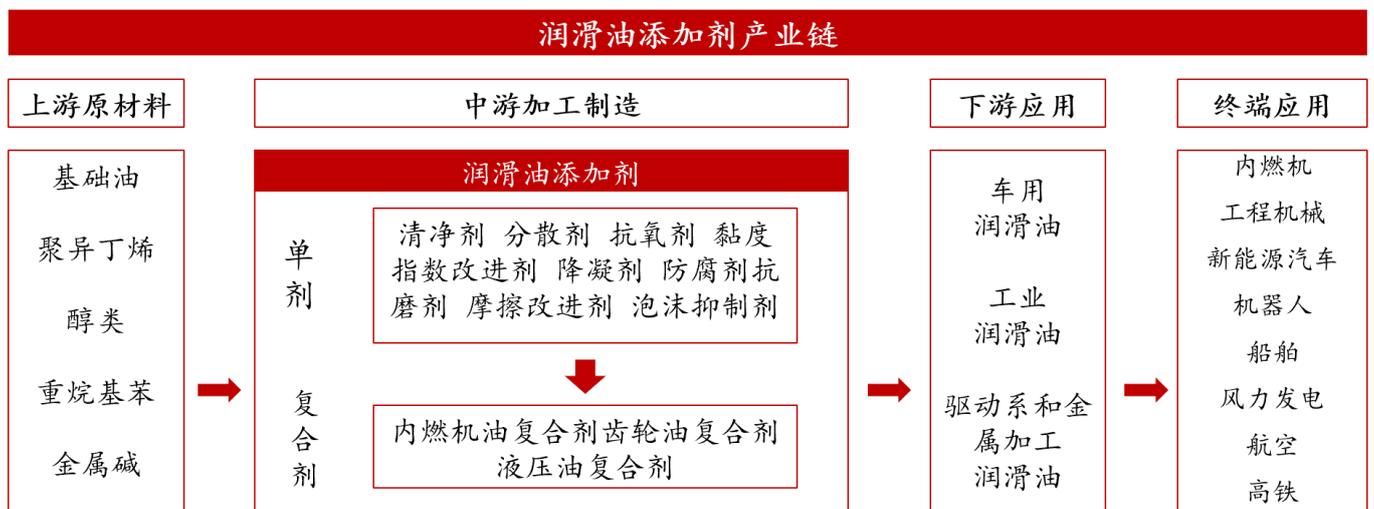
2 润滑油添加剂千亿市场，公司产能持续扩张加速国产替代

2.1 空间：规模超千亿，需求稳中有增

润滑油添加剂可改变润滑油产品质量和性能。润滑油添加剂是一种或多种化合物，加入润滑油后，改善其中已有的一些特性或使润滑油得到某种新的特性，能够提高润滑油在机械系统中的效率并增强其性能，或延长润滑剂的使用寿命和提高稳定性。简而言之，润滑油添加剂服务于润滑油市场，其能为润滑油的性能创造高附加值。润滑油添加剂产品主要应用于汽车发动机润滑油（包括天然气发动机）、铁路机车发动机油、船舶发动机油、工业润滑油、润滑脂、乳化炸药等市场。

润滑油添加剂的范围广泛，可分为单剂和复合剂。单剂主要有清净剂、分散剂、黏度指数改进剂等；复合剂一般由多种单剂按一定比例调配而成，具有多种特性，可明显提高内燃机油，齿轮油及液压油的性能并降低添加剂总量，为调配内燃机油，齿轮油及液压油提供了综合解决方案。

图表 13 润滑油添加剂服务于润滑油市场



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

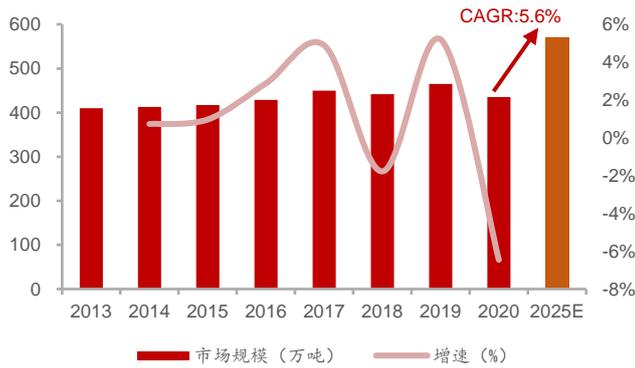
图表 14 润滑油添加剂类型、性能及用途

剂型	类型	性能	用途
单剂	清洁剂	清洁、防锈、抗氧和碳中和	调制内燃机油、船舶用油和金属加工油
	分散剂	分散、增溶	调制内燃机油,也可用于制备石油化工助剂
	抗氧化剂	抗氧化	调制内燃机油、齿轮油、金属加工油
	粘度指数改进剂	提高润滑油的黏度以及黏度指数	调节内燃机油、液压油、齿轮油
	降凝剂	降低润滑油凝点,改善油品低温流动性	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	抗腐剂	保护表面不受氧气、水、酸、碱、盐类侵蚀	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	抗磨剂	降低表面摩擦、延长设备和部件使用寿命	调节齿轮油、液压油、金属加工油和液压油
	摩擦改进剂	在金属表面形成持久的低阻力润滑油膜以减少摩擦与磨损	调节齿轮油、液压油、金属加工液和液压油
	泡沫抑制剂	抑制泡沫产生	调节齿轮油、液压油、金属加工液和液压油
复合剂	内燃机油复合剂	提高发动机清洁性、分散性和抗氧抗磨性	调节内燃机油
	齿轮油复合剂	提高齿轮油的抗磨性、抗氧化性、防锈性等性能	调节齿轮油
	液压油复合剂	提高液压油的抗磨性、抗氧 调节液压润滑油氧化性和防锈性等	调配液压油

资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

全球润滑油添加剂需求稳定增长, 预期 2025 年需求量 570 万吨。自 20 世纪 30 年代以来, 全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟阶段, 市场规模较大且基本趋于稳定增长。据全球咨询和研究公司克莱恩 (Kline & Co) 及上海市润滑油品行业协会的统计, 全球润滑油添加剂需求量从 2012 年的 400 万吨增长到 2018 年的 442 万吨, 市场规模由 133 亿美元增长到 143 亿美元。综合考虑到印度、巴西等新兴经济体的高速增长, 实际润滑油添加剂年需求进入新一轮增长周期, 预计至 2025 年, 全球润滑油添加剂需求量将增加至 570 万吨, 市场规模约为 195 亿美元。

图表 15 全球润滑油添加剂消耗量 (万吨) 及增速



图表 16 全球润滑油添加剂市场规模 (亿美元) 及增速



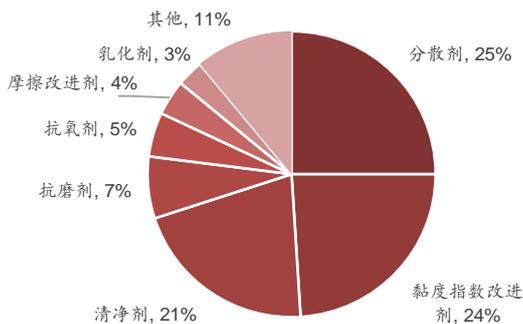
资料来源:《国内外润滑油添加剂市场分析》, 华安证券研究所

资料来源:《国内外润滑油添加剂市场分析》, 华安证券研究所

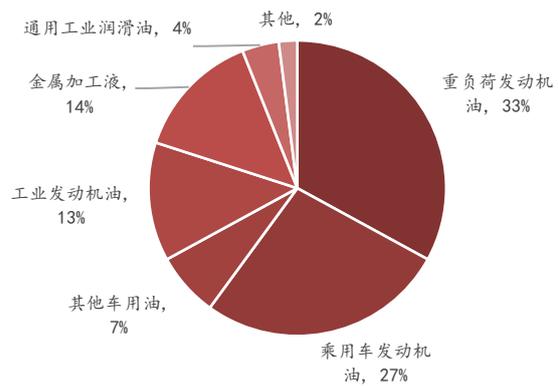
按照润滑油添加剂的功能分布来看,分散剂,黏度指数改进剂,清净剂是较常用的三大功能添加剂,合计约占润滑油添加剂总消耗量的 70%,其余的添加剂中,抗磨剂约占 7%,抗氧剂约占 5%,摩擦改进剂约占 4%,乳化剂约占 3%,其他添加剂合计约占消耗量的 11%。

按润滑油添加剂的主要应用领域分类,全球润滑油添加剂约有 70%应用于机动车领域(主要有乘用车发动机润滑油、重负荷发动机润滑油及其他车用润滑油);其次是金属加工液和工业发动机润滑油,两者添加剂用量相当;还有一小部分用于通用工业润滑油以及润滑脂等。PCMO(乘用车发动机润滑油)和 HDMO(重负荷发动机润滑油)约占全球润滑油消耗量的 46%,而用于 PCMO 和 HDMO 的润滑油添加剂则占到全球润滑油添加剂消耗量的 60%,正是这两类润滑油消耗了更多的添加剂。

图表 17 全球润滑油添加剂功能分布情况



图表 18 全球添加剂在润滑油中的应用分布情况



资料来源:《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》, 石油商技, 华安证券研究所

资料来源:《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》, 石油商技, 华安证券研究所

全球汽车工业的快速增长和高保有量为润滑油添加剂行业发展奠定了基础。作为世界上规模最大的产业之一,全球汽车保有量稳步增长,根据世界汽车组织(OICA)的统计全球汽车保有量从 2012 年的 11.15 亿辆增长至 2021 年的 15.31 亿辆,年复合增长率为 3.59%。全球汽车工业的快速增长和高保有量为润滑油添加剂行业发展奠定了基础。汽车行业受宏观经济、下游需求景气周期影响较为明显。2012 年至

2018年，全球汽车产业整体呈上升趋势，全球汽车产量由8,410万辆增长至9,687万辆。2018年以来，在全球经济下行和贸易摩擦的宏观背景下，全球汽车产量有一定幅度下滑，尤其在2020年，受疫情冲击影响全球汽车产量降至7,762.16万辆，降幅为15.43%。2021年以来，汽车产量恢复增长模式，2022年全球汽车产量达到8502万辆，同比增长6%，离2018年的峰值9687万辆，仍有较大的空间。

图表 19 全球汽车产量 (万辆)



图表 20 全球汽车保有量 (亿辆)

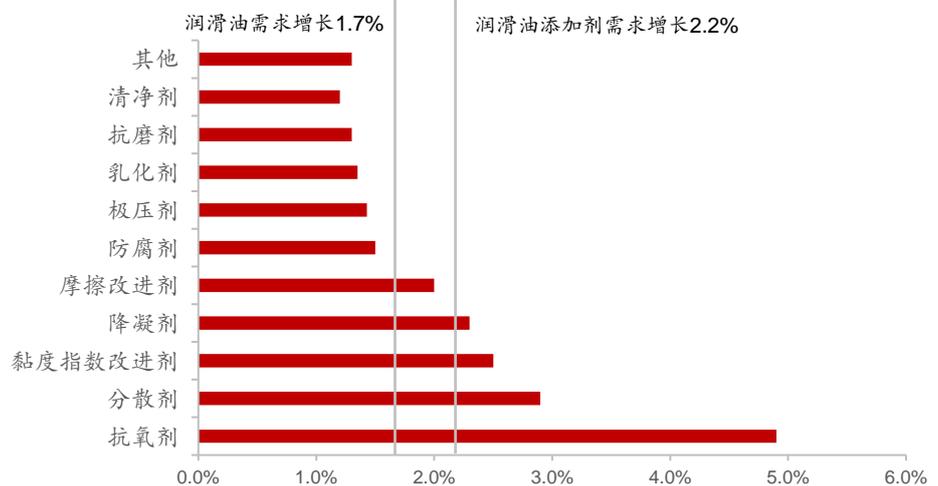


资料来源: OICA, 华安证券研究所

资料来源: OICA, 华安证券研究所

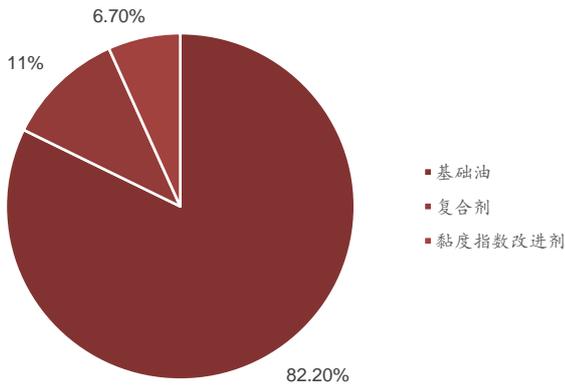
从各类润滑油添加剂的需求量增长速度来看，2015-2017年的年均增长率排名前三位的为抗氧剂4.9%，分散剂2.9%，黏度指数改进剂2.5%。这三种添加剂增长较快是由于它们主要应用于需求量占比较大且增长较快的乘用车发动机润滑油和重负荷发动机润滑油。

图表 21 2015-2017年各品类润滑油添加剂复合增长速度

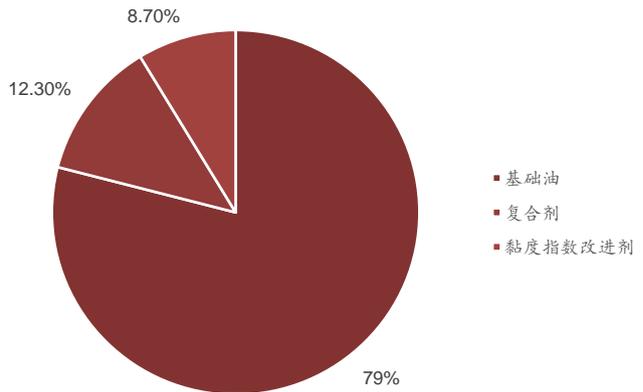


资料来源: 《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，华安证券研究所

图表 22 PCMO 构成



图表 23 HDMO 构成



资料来源:《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》, 华安证券研究所

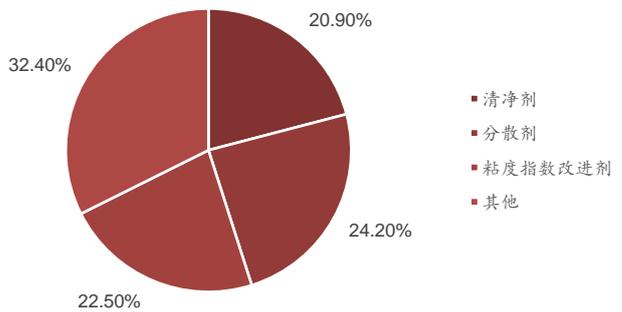
资料来源:《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》, 华安证券研究所

我国是全球最大的润滑油消费国之一。我国润滑油添加剂产业起步较晚,自 20 世纪 50 年代添加剂产业建立以来,通过自主研发和引进国外生产技术,历经几十年的积累和发展,已经形成一定的生产规模。中国强大的润滑油消费潜力拉动了润滑油添加剂的需求。作为全球最大的润滑油消费国之一,我国润滑油添加剂的需求量由 2013 年的 75 万吨增长到 2018 年的 91.9 万吨,年均增长率为 4.2%。随着我国机动车市场的持续增长及工业化进程加快,预计国内润滑油添加剂市场的需求将继续保持较高的增长率。据上海市润滑油品行业协会的预测,至 2023 年,我国润滑油添加剂需求量将增长至 112 万吨。我国润滑油添加剂的需求结构与全球的需求结构相似,需求量排名前三的润滑油添加剂同样是分散剂、黏度指数改进剂以及清净剂,三种添加剂合计占需求总量的 65%以上。

图表 24 中国润滑油添加剂需求量 (万吨)



图表 25 我国添加剂按功能分类占比情况



资料来源:招股说明书, 华安证券研究所

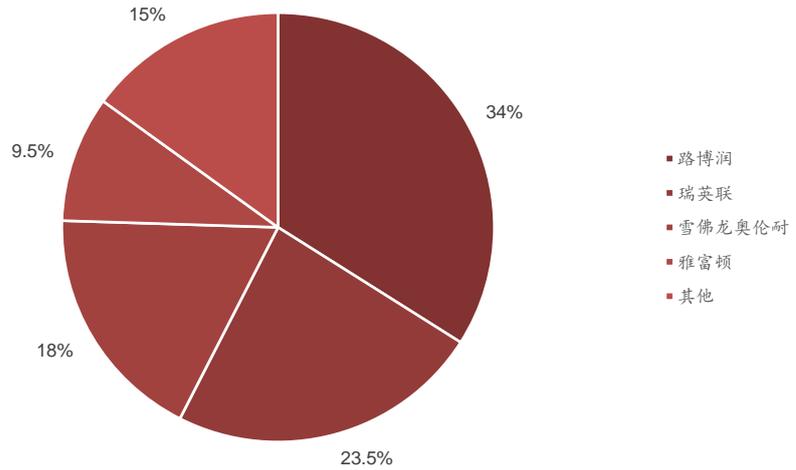
资料来源:招股说明书, 华安证券研究所

2.2 格局: 国外四大占据 85% 的份额, 我国已发展为净出口国

全球润滑油添加剂市场高度集中,四大润滑油添加剂公司占据 85% 左右市场。在国际市场上,经过 20 世纪 90 年代末期润滑油添加剂公司之间剧烈的兼并和收购,产业逐渐集中,形成了以四家国际知名润滑油添加剂公司路博润 (Lubrizol)、

润英联 (Infineum)、雪佛龙奥伦耐 (Chevron Oronite)、雅富顿 (Afton) 为主的市场竞争格局。这几大添加剂公司均拥有较长的发展历史, 在技术研发和市场拓展方面有深厚的积淀, 控制了全球 85% 左右的添加剂市场份额。四大润滑油添加剂公司以销售复合剂为主, 其生产的单剂一般都是自用, 同时向外部单剂厂商采购其不生产或产能不足的单剂产品。

图表 26 四大润滑油添加剂公司占据 85% 左右市场



资料来源: 瑞丰新材招股书, 华安证券研究所

图表 27 国外添加剂公司产品及优势领域

项目	产品涵盖领域	发展趋势
Lubrizol	单剂: 磺酸钙, 丁二酰亚胺, ZDDP, 硫磷型极压剂, 酯类摩擦改进剂, PMA 黏度指数改进剂, 降凝剂, 防锈剂, 破乳剂, 抗泡剂, 黏附剂 复合剂: 发动机油, 传动系统油, 工业用油, 液压油, 压缩机油复合剂, 燃料添加剂	产销量全球第一; 优势在于: 清净剂、ZDDP、功型单剂, 发动机油、工业用油复合剂和液压油复合剂
Infineum	单剂: 清净剂, 分散剂, ZDDP, 抗氧剂, 防锈剂, 防腐剂, 极压抗磨剂, 摩擦改进剂, 黏度指数改进剂, 降凝剂, 金属减活剂, 乳化剂 复合剂: 发动机油, 液压油, 二冲程汽油机油, 自动传动液和船用油复合剂	产销量全球第二: 优势在于发动机油和船用油复合剂
Chevron Oronite	复合剂: 天然气发动机油、重负荷柴油机油、汽油机油、铁路机车油、抗磨液压油、船用油复合剂	优势在于天然气发动机油、重负荷柴油机油、铁路机车油和抗磨液压油复合剂
Afton	单剂: 清净剂, 分散剂, ZDDP, 抗氧剂, PMA 黏度指数改进剂, 防锈剂, 防腐剂, 金属减活剂, 极压抗磨剂, 摩擦改进剂 复合剂: 传动系统油、发动机油、工业用油、液压油、ATF (自动传动液) 复合剂	优势在于齿轮油、ATF 和发动机油复合剂
Basf (Ciba, 汽巴)	单剂: 抗氧剂, 极压抗磨剂, 金属减活剂, 防腐剂, 摩擦改进剂, PMA 黏度指数改进剂, 防锈剂 复合剂: 抗磨液压油、汽轮机油、燃气轮机油、循环用油复合剂	优势在于原 Ciba 公司抗氧剂、极压抗磨剂、金属减活剂等
Rohmax	单剂: PMA 黏度指数改进剂、降凝剂	全球领先的 PMA 黏度指数改

(evonik)		进剂技术, 产销量占全球一半以上
Vanderbilt	单剂: 抗氧化剂, 极压剂, 抗磨剂, 金属钝化剂, 摩擦改进剂, 杂环化合物 复合剂: 润滑脂复合剂	优势在于极压抗磨剂、抗氧化剂、有机钼减摩剂
Chemtura	单剂: 磺酸钙, 酚类, 胺类抗氧化剂, 酯类化合物	抗氧化剂技术趋于全球领先; 磺酸钙产品种类齐全, 质量水平高
Rhein Chemie(莱恩化学)	单剂: ZDDP, 硫化脂极压剂, 磷酸酯抗磨剂, 磺酸钙, 磺酸镁, 磺酸钠, 无灰酯类化合物, 无灰抗氧化剂, 水溶性添加剂 复合剂: 液压油、润滑脂复合剂	极压抗磨剂技术领先; ZDDP 产品、硫化脂种类齐全

资料来源: 《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》, 华安证券研究所

国产润滑油添加剂产能逐步丰富, 瑞丰新材在建产能 55 万吨。润滑油添加剂品类繁多, 应用广泛, 是技术密集型行业。由于其产品配方独特和生产工艺复杂, 需要经过长时间的实验积累和持续的研发投入, 才能掌握其市场应用, 建立完善的技术研发体系。我国润滑油添加剂产业虽然起步较晚, 但通过自主研发和引进国外技术, 抓住国内润滑油行业快速发展的契机, 已形成一定生产规模, 从单剂的技术水平发展来看, 目前, 国内润滑油添加剂生产厂商已具备生产全部单剂剂种生产能力, 常用单剂的生产技术已日趋成熟, 部分单剂品质与国际添加剂生产企业的产品品质不相上下。但在新型或特色单剂方面, 国内润滑油添加剂生产厂商研发仍然不足, 也较难实现规模化生产, 仍需依赖进口。从复合剂的技术水平发展来看, 受到研发能力和开发成本等因素的限制, 国内的民营润滑油添加剂企业, 从生产中低端的复合剂产品开始, 在保持自身性价比优势的同时不断加大研发投入, 提升产品技术水平。目前国产润滑油添加剂产能合计 38.6 万吨, 在建产能 55 万吨。

图表 28 国内主要润滑油添加剂生产企业基本情况

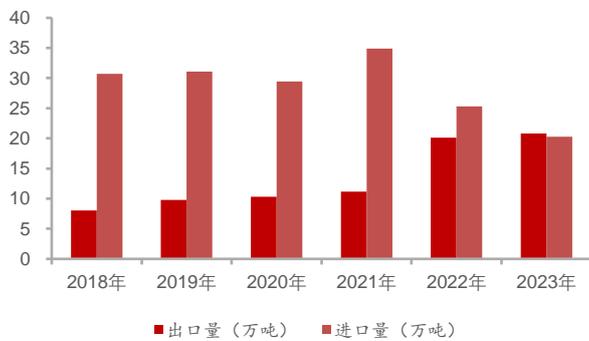
生产企业		区域	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
海外公司	Afton	苏州	0.6 (单剂)	
	Lubrizol	珠海	23.8 (单剂+复合剂)	
	Infineum	张家港一期	10 (复合剂)	
		张家港二期		5 (单剂)
	Chevron Oronite	宁波一期	1	
		宁波二期		5
合计			37.8	10
国营企业	中石油	兰州	4.6 (单剂) +2 (复合剂)	
		锦州	2.8 (单剂)	
	上海海润	上海	4 (复合剂)	
	合计			13.4
民营企业	瑞丰新材	新乡	17 (单剂)	55
	利安隆	锦州	14.3 (单剂)	
	无锡南方	无锡	3 (单剂) +2 (复合剂)	

	新疆蓝德	克拉玛依市	2.3 (单剂)	
	合计		38.6	55

资料来源：环评报告，各公司官网，华安证券研究所

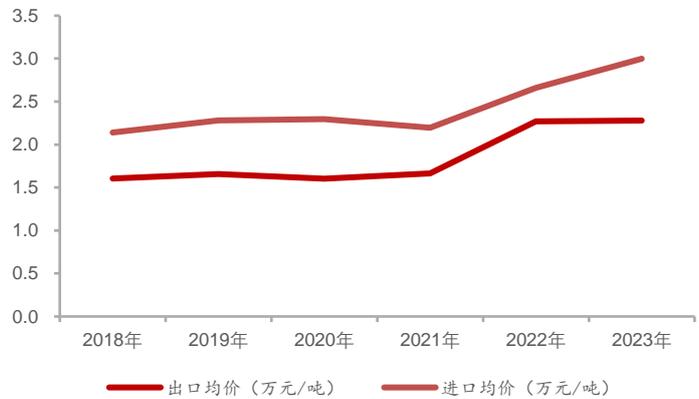
润滑油添加剂国产替代正当时，2023 年我国已成为润滑油添加剂净出口国。近年来，我国润滑油添加剂的进口依存度一直保持在 30%以上。但根据海关署进出口数据，2023 年我国润滑油添加剂进口量下降至 20.3 万吨，出口量增至 20.8 万吨，进口依存度有所下降，我国成为润滑油添加剂净出口国。但根据润滑油添加剂进出口均价来看，我国产品进出口结构存在较大的差异。润滑油添加剂中的复剂是由不同的润滑油添加剂根据一定比例配置而成，具备更佳的综合性能，常见的包括内燃机油复合剂、齿轮油复合剂以及液压油复合剂。我国在主要润滑油添加剂的品种上已与国外相当，但在产品质量上尚有一定差距，高端产品复合剂量依然需要进口。

图表 29 我国润滑油进出口量 (万吨)



资料来源：海关总署，华安证券研究所

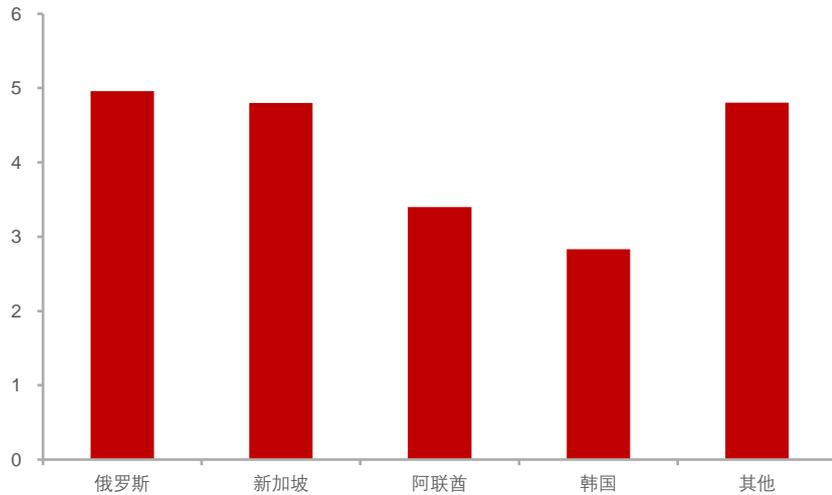
图表 30 我国润滑油添加剂进出口均价 (万元/吨)



资料来源：海关总署，华安证券研究所

我国润滑油出口量相对集中,前四大出口国占据 77%的份额。2023 年中国润滑油添加剂主要出口国为俄罗斯、新加坡、阿联酋和韩国，对这四个国家的出口量分别为 4.96 万吨，4.80 万吨，3.40 万吨，2.83 万吨。近年来逆全球化趋势兴起，特别是叠加地缘政治冲突，对全球润滑油添加剂的供应链带来重大挑战，也为有竞争力的国内润滑油添加剂行业新进入者带来难得的发展机遇。

图表 31 2023 年中国润滑油添加剂出口量按国家分类 (万吨)

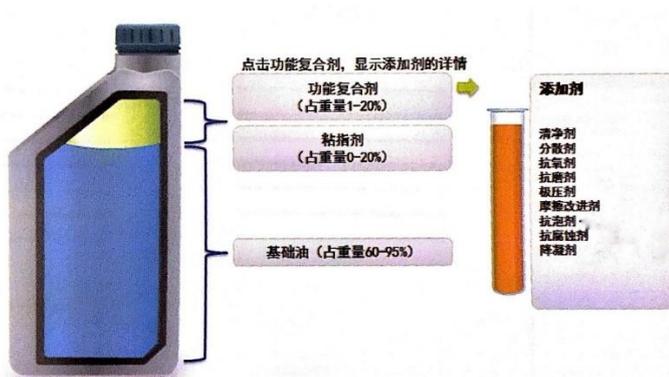


资料来源：中国海关总署，华安证券研究所

2.3 客户：下游客户集中度高，公司逐步进入大客户供应体系

润滑油添加剂一般占润滑油总体比例约 2%~30%左右。润滑油主要由润滑油添加剂及基础油组成，润滑油添加剂一般占润滑油总体比例约 2%~30%左右（通常液压油的加剂量较少，而重负荷发动机润滑油的加剂量较多），其余主要为基础油。根据 Mordor Intelligence 预测，润滑油市场规模将从 2023 年的 425.5 亿升增长到 2028 年的 505.8 亿升，在预测期间（2023-2028 年）的复合年增长率为 3.53%。

图表 32 润滑油组成成分



图表 33 全球润滑油市场规模预测

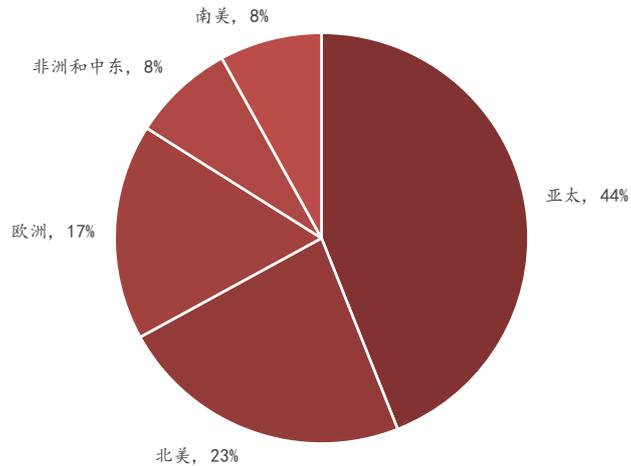


资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：Mordor Intelligence，华安证券研究所

全球润滑油行业发展重心向亚太区域转移。从全球的区域分布来看，润滑油市场的发展和消耗量的变化总是随着各区域市场的成熟情况和经济发展阶段的不同而呈现出不同的特点，经济发达区域的润滑油消耗量远高于经济落后区域。从历史上看，北美和欧洲曾经是润滑油的主要产地和消费地，但近年来全球润滑油行业的产能及发展重心正在向以中国、印度为代表的亚太区域转移，以中国、印度为代表的发展中国家市场正成为全球润滑油消耗量增长最快的区域，约占全球 44% 的市场份额。

图表 34 全球润滑油行业发展重心向亚太区域转移



资料来源:《全球润滑油市场现状分析与发展预测》,石油商技,华安证券研究所

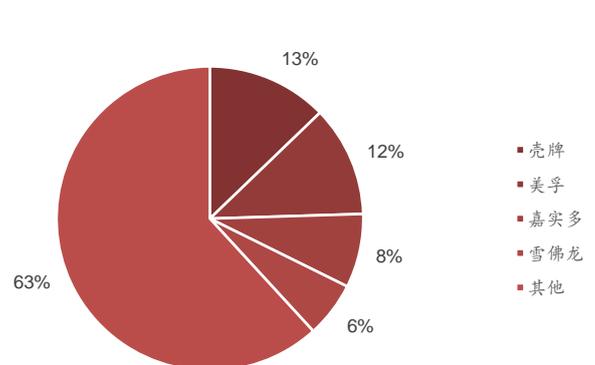
润滑油行业处于垄断竞争阶段,1%的厂商占60%以上市场份额。据统计,目前全球规模化的润滑油生产企业约1000多家,然而超过半数的润滑油市场由9家公司掌控:壳牌、埃克森美孚、雪佛龙、BP等跨国供应商,道达尔和卢克石油公司等地区供应商,以及中国石油和中国石化等国有石油公司。壳牌、美孚、长城等世界最大的15家润滑油生产商,占润滑油厂商总数的1%,却控制了超过60%的全球润滑油销量。自2000年至2017年,壳牌销售量超过埃克森美孚,成为世界最大的润滑油公司。壳牌得以获得全球领先地位的重要原因为其在2006年收购了中国统一润滑油,这使得其在亚洲和欧洲的部分国家,特别是中国和俄罗斯等国市场赢得了有机增长。目前,壳牌旗下润滑油品牌包括喜力、劲霸、得利士、彭泽尔和统一等。根据克莱恩公司(Kline & Company)第21版《全球润滑油:2021年度市场分析与评估报告》,壳牌的全球市场份额达到11.6%,继续保持其排名第一的全球领先地位。壳牌成品润滑油的年总销量约为450-470万吨,相当于大约49-52亿升。

图表 35 2023 年全球润滑油公司 TOP20

图表 36 2014 年全球润滑油市场格局



资料来源:360 Quadrants,华安证券研究所



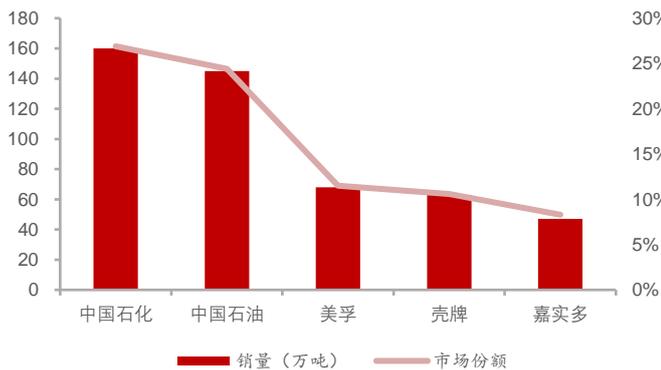
资料来源:statista,华安证券研究所

我国润滑油市场集中度向大品牌靠拢。目前中国润滑油市场前十大企业分别为

长城、昆仑、壳牌、美孚、BP、统一、道达尔、马来西亚石油公司、新日本石油和德国福斯，占据 70% 的市场份额。未来这些企业份额还将继续扩大，在消费总量增长放缓的背景下，技术和营销成为占据市场的重要手段，但需要大品牌的大投入才能实现。优胜劣汰将使低端工厂加剧淘汰。中国民营润滑油企业多数占据中低端市场，随着产品升级步伐加快，加上同质化竞争严重，很多中小润滑油企业退出了润滑油行业，已经由最初的 3 000 余家缩减至目前的 1 000 家左右。

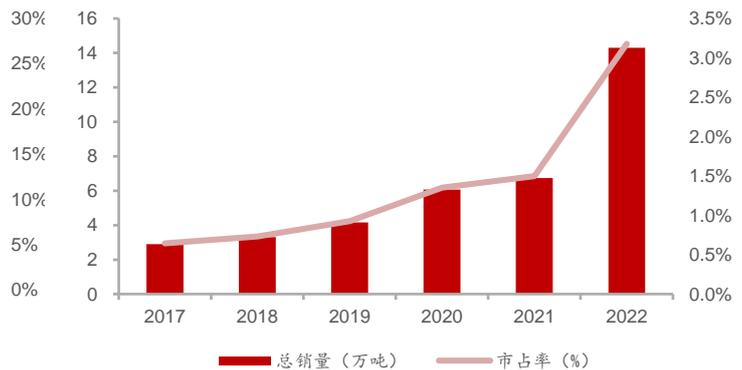
公司逐步进入润滑油大客户供应体系，“品牌效应”有望提高公司客户开拓效率。润滑油添加剂的质量直接关系润滑油质量和性能及最终用户生产设备的正常运转及经济效益，因此润滑油添加剂用户特别是大型润滑油企业，在选择润滑油添加剂供应商时均有严格评审条件，并进行长期严格测试，对添加剂的选择有非常苛刻的标准和定制化的要求，一旦进入其采购体系，双方倾向于建立长期稳固的合作关系，以保证其设备维护的稳定性。润滑油企业对添加剂的品质要求相比价格因素更为看重，因此对于新进入本行业的企业，其具有较高的客户开发成本。目前全球前二十大润滑油公司中，道达尔是公司稳定的客户。公司进入润滑油大客户供应体系，一方面可以建立长期稳定的大单供应，同时大企业的“品牌效应”有助于提高公司对于其他中小客户的开拓效率。

图表 37 2018-2019 我国润滑油竞争格局



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 38 瑞丰新材润滑油添加剂销量及全球市占率



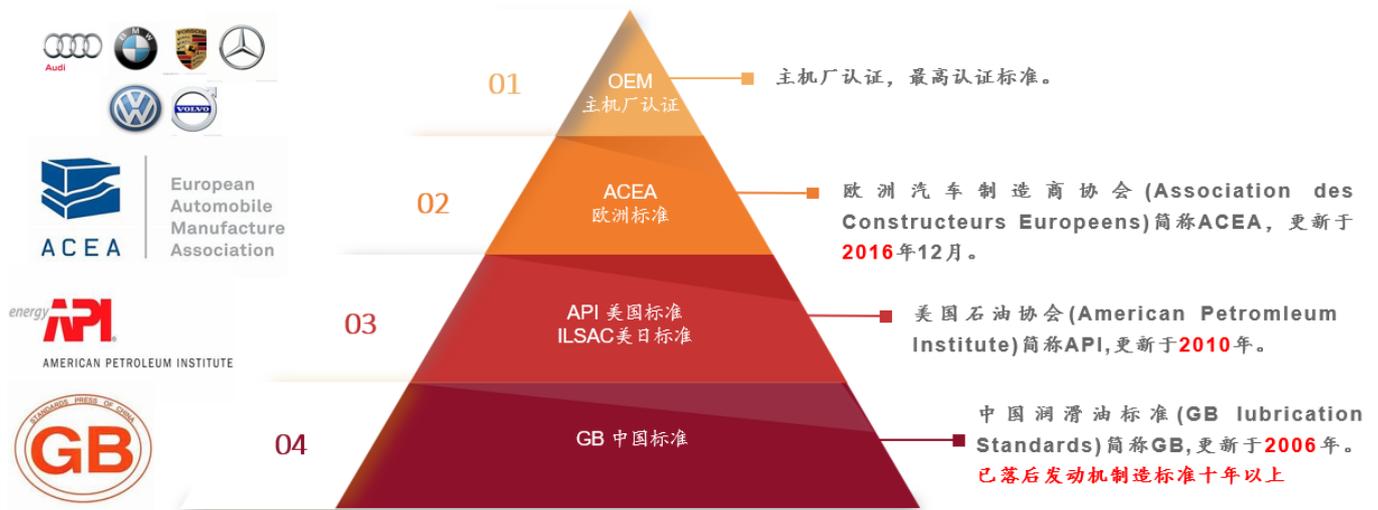
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 润滑油添加剂认证壁垒高，公司复合剂产品认证持续突破

3.1 润滑油认证标准严格，认证周期长、费用高

润滑油有严格的认证标准，只有满足认证标准的润滑油才能用于初装市场。润滑油有着严格的认证标准，润滑油虽然在整车价值量上占比微乎其微，但作用是十分重要的。润滑油质量如果不达标，发动机甚至有报废的风险。目前机油既有的认证标准主要有：OEM 主机厂认证、欧洲 ACEA 标准、ILSAC / API 标准、GB 中国标准。

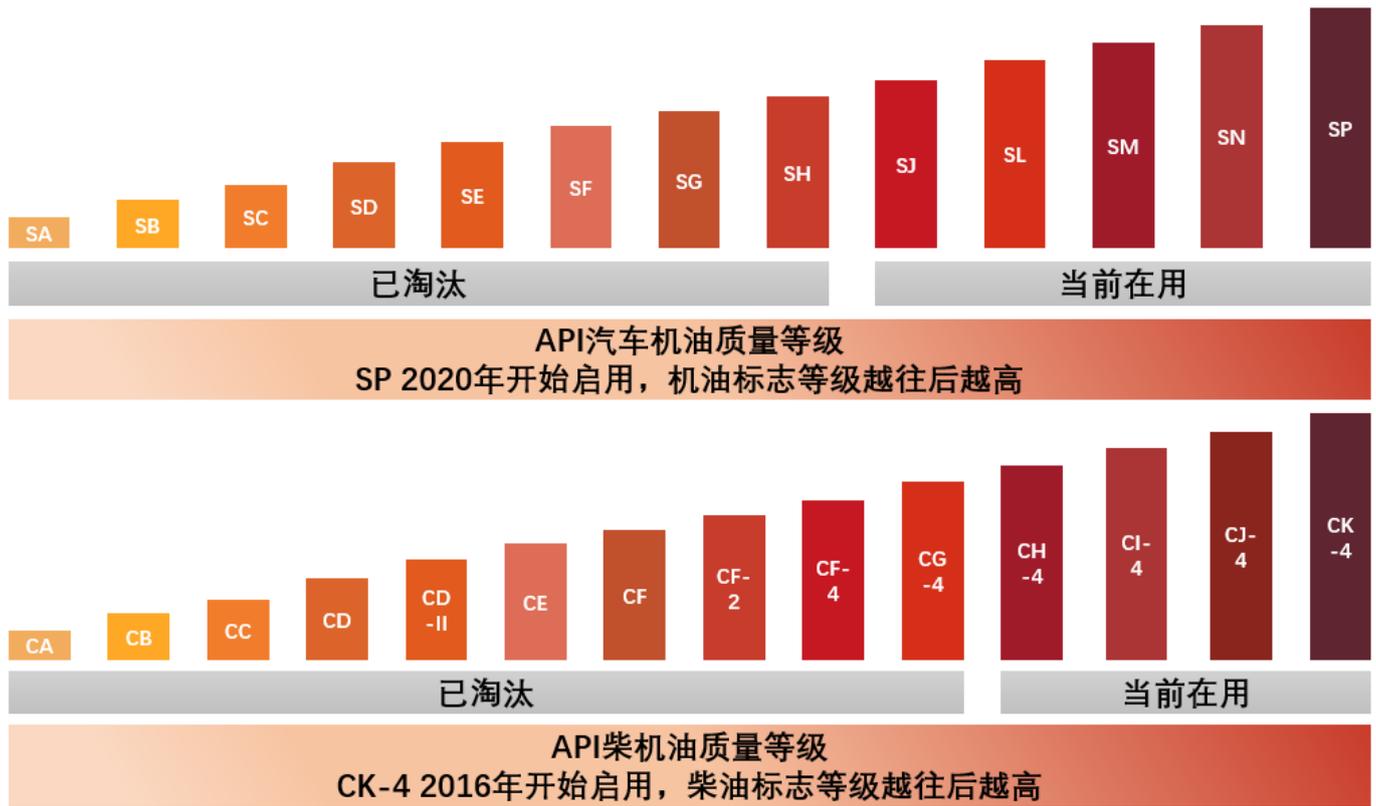
图表 39 润滑油认证体系



资料来源: 润滑油情报, 华安证券研究所

API 质量等级中, 汽机油和柴机油的最高等级分别为 SP 级别和 CK-4 级别。 API 质量等级将机油分为 S 系列 (汽油机油) 和 C 系列 (柴油机油), 当 S 和 C 同时存在则表示该机油是汽柴油通用型。目前汽机油属的最高级别为 SP 级, 是美国石油协会 API 推出的最新机油认证标准, 于 2020 年 5 月 1 日起施行。SP 级机油和其它级别相比有两个优势, 一是解决了涡轮增压缸内直喷发动机低速早燃的问题, 令发动机低速抗爆性更好, 运转更为平滑顺利。二是提升润滑油对发动机链条的保护。因机油级别更高, 所以 SP 级机油还具备更好的抗磨性, 清洁性及省油等优点。目前柴机油属的最高级别为 CK-4 级, CK-4 等级的柴油机油在性能上表现卓越, 无论在低温还是高温环境下都能保持稳定的润滑效果。在寒冷的冬季, 它可以有效防止因低温导致的启动困难; 而在炎热的夏季, 它的挥发损失相对较少, 减少了频繁添加机油的麻烦。更为重要的是, CK-4 柴机油具有出色的抗沉积物能力, 长时间使用后, 发动机内部的油泥和积碳生成量显著减少, 有助于保持发动机的清洁和高效运行, 从而确保发动机持久如新, 动力充沛。此外, 使用 CK-4 柴机油还能在一定程度上降低油耗。

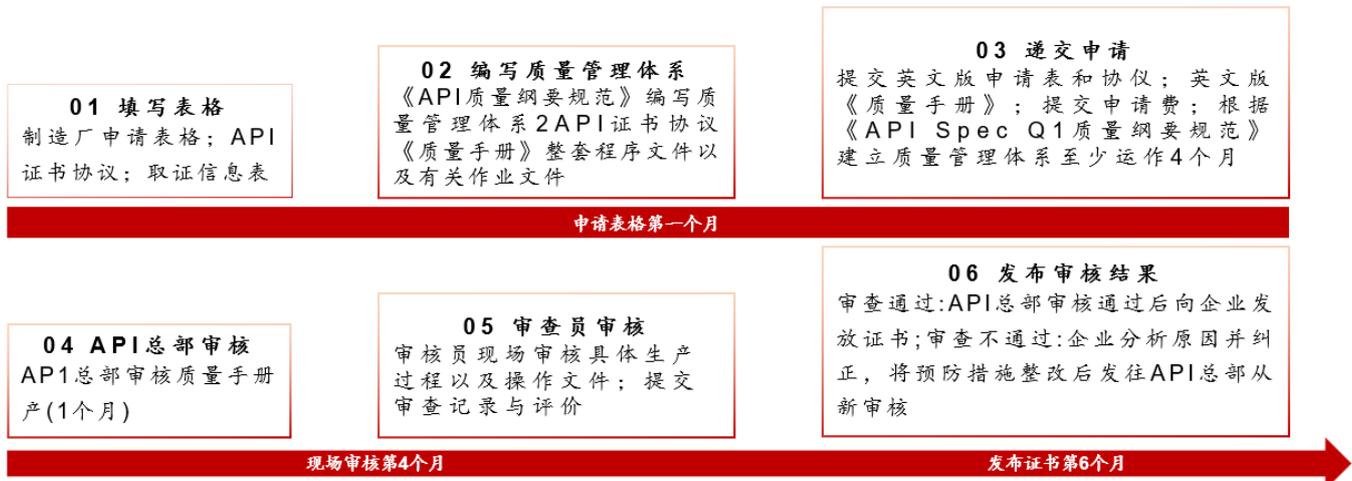
图表 40 API 汽车机油/柴机油质量等级



资料来源：API 官网，华安证券研究所

API 认证流程复杂、验证周期长、价格昂贵。API 认证困难，主要体现在以下几个方面。第一，价格昂贵。API 认证需要多款发动机的台架实验，一次台架实验平均花费几百万美元，且周期较长。第二，API 认证需要系统性的积累，需要单剂-复合剂-润滑油-发动机的全产业链的积累。如果只做单剂，则对于添加剂的性能机制缺少足够的了解，将很难通过 API 认证，从认证流程上看只需要六个月左右，但前期的积累和行车实验的耗时往往在两年以上。

图表 41 API 等级认证流程



资料来源：API 官网，华安证券研究所

3.2 积极布局台架试验和行车试验，公司复合剂产品认证持续突破

公司积极布局台架试验和行车试验。台架试验是指在规定的试验条件下，通过发动机或工业设备（如齿轮、泵等）的标准台架来评定润滑油各种使用性能的试验过程。行车试验是指将待测发动机润滑油装入汽车中，在一定的试验条件（如行车路线、载荷、车速、路况、气候条件等）下行驶一定路程或时间，以考察发动机油的理化性质变化和实际使用性能的试验过程。台架试验和行车试验可以评价润滑油和添加剂在实际试验条件下的使用性能，对于配方筛选和比较，了解和掌握添加剂在使用中的劣化衰变机理具有重要意义。公司已积极布局台架试验和行车试验，台架试验和行车试验是公司发展必要的手段，也是实力的体现。

图表 42 瑞丰新材柴油发动机台架



资料来源：隆众资讯，华安证券研究所

图表 43 瑞丰新材天然气发动机台架



资料来源：隆众资讯，华安证券研究所

图表 44 瑞丰新材汽油发动机台架



资料来源：隆众资讯，华安证券研究所

图表 45 瑞丰新材汽机油行车试验



资料来源：隆众资讯，华安证券研究所

CI-4、SN、SP 级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试。润滑油添加剂复合剂方面，公司目前已自主掌握了 CD 级、CF-4 级、CH-4 级、CI-4 级、CK-4 级柴油机油复合剂配方工艺，SE 级、SF 级、SG 级、SJ 级、SL 级、SM 级、SN 级、SP 级汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂、摩托车油复合剂、船用系统油、船用汽缸油复合剂、抗磨液液压油复合剂、齿轮油复合剂等配方工艺，其中 CI-4、SN、SP 级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试。公司可满足不同客户的需求，同时还可以根据客户的需求提供各类型的定制产品。

图表 46 公司部分柴油机油复合剂

	<p>RF6071L CI-4级柴油机油复合剂</p> <p>本产品是由各种优质清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂等添加剂复合调制而成的柴油机油...</p>
	<p>RF6088E CK-4/CJ-4柴油机油复合剂</p> <p>RF6088E是由一款重负荷柴油机油复合剂，是由多种优质清净剂、分散剂、抗...</p>
	<p>RF6069 CI-4级柴油机油复合剂</p> <p>本产品是由多种优质清净剂、烟炷分散剂、抗氧抗腐剂、高温抗氧剂等添加剂调制而成的...</p>
	<p>RF6078 CI-4柴油机油复合剂</p> <p>RF6078柴油机油复合剂由清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂等调配而成，使用该复合剂调...</p>

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 47 公司部分汽油机油复合剂

	<p>RF6188 SP 级汽油机油复合剂</p> <p>RF6188 复合剂由优质清净剂、分散剂、抗氧剂和抗磨减摩剂等添加剂精制而成，该...</p>
	<p>RF6188E SP级汽油机油复合剂</p> <p>RF6188E 复合剂采用优质清净剂、分散剂、抗氧剂和抗磨减摩剂等添加剂精...</p>
	<p>RF6176 SN级汽油机油复合剂</p> <p>RF6176采用优质清净剂、分散剂和抗氧抗磨等添加剂精制而成，具有优异的清...</p>
	<p>RF6175 SM/SN级汽油机油复合剂</p> <p>RF6175采用优质清净剂、高性能分散剂、优异的抗氧抗腐剂和有机钼摩擦改进...</p>

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 投资建议

基本假设：

1. 润滑油添加剂板块

公司深耕润滑油添加剂行业，是国内润滑油添加剂头部企业，公司现有产能超 20 万吨，在建产能 55 万吨。目前公司已经和下游润滑油领先企业壳牌、美孚、道达尔、中石化、中石油等建立合作，未来瑞丰市场份额有望继续快速提升，预计 2023-2025 年销量分别为 15/19/30 万吨。未来随着公司产品通过更高等级 API 认证，公司产品平均售价有望上行，远期随着公司新增产能落地，行业整体价格可能下调，预期公司 2023-2025 年润滑油添加剂均价分别为 2.15/2.20/2.00 万元/吨。综上预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 12%/30%/44%，毛利率分别为 32%/32%/30%。

2. 无碳纸显色剂板块

公司是国内无碳纸显色剂头部企业，现有产能 1 万吨，无碳纸显色剂行业市场规模相对稳定，公司无碳纸显色剂历史销售均价为 1.0 万元/吨，预计 2023-2025 年润滑油添加剂均价分别为 1.0/1.0/1.0 万元/吨；公司 2020-2022 年无碳纸显色剂销量分别为 0.58/0.78/0.57 万吨，在市场相对稳定的背景下，预期公司 2023-2025 年销量分别为 0.56/0.57/0.57 万吨。综上预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 -6%/1%/1%，毛利率分别为 27%/27%/27%。

3. 其他板块

预计 2023-2025 年该板块总的营收增长率分别为 0%/0%/0%，毛利率分别为 20%/20%/20%。

图表 48 公司业务拆分及盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
润滑油添加剂	营业收入(百万元)	2868	3225	4180	6000
	营收增速	188%	12%	30%	44%
	毛利率(%)	31%	32%	32%	30%
	毛利(百万元)	881	1032	1338	1800
无碳纸显色剂	营业收入(百万元)	59	55	56	56
	营收增速	-21%	-6%	1%	1%
	毛利率(%)	24%	27%	27%	27%
	毛利(百万元)	14	15	15	15
其他	营业收入(百万元)	120	120	120	120
	营收增速	1016%	0%	0%	0%
	毛利率(%)	18.95%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利(百万元)	22.66	24.00	24.00	24.00
合计	营业收入(百万元)	3046	3400	4356	6176
	营收增速	182%	12%	28%	42%
	毛利率(%)	30.13%	31.50%	31.61%	29.78%
	毛利(百万元)	917.70	1071.12	1376.86	1839.39

资料来源：华安证券研究所整理

综上，公司作为润滑油添加剂头部企业，不断开拓下游重点客户，目前公司已经和下游润滑油领先企业壳牌、美孚、道达尔、中石化、中石油等建立合作，未来大企业的“品牌效应”有助于提高公司对于其他中小客户的开拓效率。未来瑞丰市场份额有望继续快速提升。预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 34.0、43.6、61.8 亿元，实现归母净利润 6.3、8.1、10.6 亿元，对应 PE 分别为 20X、15X、12X。首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 49 可比公司估值对比情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300910.SZ	瑞丰新材	125	5.9	6.3	8.1	10.6	21.3	19.9	15.5	11.9
300596.SZ	利安隆	54	5.3	4.1	5.2	6.3	10.2	13.2	10.4	8.5
603065.SH	宿迁联盛	42	2.5	1.9	2.8	4.0	17.1	22.5	15.0	10.5

资料来源：wind，华安证券研究所

注：瑞丰新材盈利预测来自于华安证券，其余盈利预测来自 Wind 一致预测；收盘价交易日为 2024 年 2 月 21 日。

风险提示：

1、复合剂产品认证不能顺利通过的风险。

公司计划大力推进复合剂产品的 API 认证工作，API 认证门槛高、费用贵、通过难度大，如果认证工作不能顺利推进、成功通过，一方面花费的大量成本将成为沉没成本，另一方面也将浪费宝贵的时间，机会成本较高。

2、原材料价格及供应风险。

公司主要原材料主要为原油的下游产品、副产品或者衍生品。公司主要采取“基于安全库存、以销定产、以产定购”的采购模式。若上述原材料价格出现持续大幅波动，或由

于客观原因产生供应紧张情况，公司经营业绩将存在波动的风险。

3、汇率风险。

公司出口占比超 70%，主要采用美元或欧元结算，若未来人民币对外币的汇率发生较大波动，将对公司的经营业绩产生一定的影响。

4、安全生产风险。

公司为精细化工材料生产企业，生产过程中的个别原料为易燃、易爆物质，存在因生产操作不当或设备故障，导致事故发生的可能，从而影响公司生产经营的正常进行。

5、募投项目建设风险。

公司在确定募集资金投资建设项目之前进行了项目的必要性与可行性论证，该论证是基于适时外部的宏观经济形式、市场环境、行业发展趋势、供需关系等因素结合公司内部的发展规划与资源能力综合分析后作出的投资决策。公司募投项目在实施过程中可能受到内外部环境变化及工程进度、工程管理、设备供应等不确定或不可预见因素的影响，导致募投项目建设无法实施、无需实施、延期实施或未按照预期进度完成建设等风险，从而可能对募投项目的完成进度和投资收益产生一定影响。

6、国际政策变化风险。

百年未有之大变局加速演进，世界形势复杂动荡，全球经济出现滞胀衰退风险，新一轮产业变革正在重塑全球经济结构，国际竞争加剧、地缘政治冲突等不确定事件给全球经济带来剧烈动荡，主要发达经济体加息与强势美元效应叠加，全球金融市场调整压力加大。面对错综复杂的宏观形势和异常严峻的发展环境，公司近年出口业务占比持续增长，若国际宏观政策发生不利变化，对公司将产生一定影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2558	3053	3949	5440	营业收入	3046	3400	4356	6176
现金	827	797	1551	2163	营业成本	2129	2329	2979	4337
应收账款	205	373	386	612	营业税金及附加	12	15	18	27
其他应收款	2	3	3	5	销售费用	76	77	104	144
预付账款	87	142	151	242	管理费用	144	188	224	330
存货	532	740	846	1305	财务费用	-54	-31	-25	-51
其他流动资产	905	999	1012	1113	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	838	993	1125	1238	公允价值变动收益	34	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	10	14	20
固定资产	330	392	432	471	营业利润	669	720	927	1208
无形资产	128	156	198	232	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	380	446	496	535	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3396	4046	5074	6677	利润总额	672	720	927	1208
流动负债	633	844	1020	1534	所得税	84	92	117	154
短期借款	0	20	40	60	净利润	588	628	810	1055
应付账款	104	149	169	262	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	528	674	812	1212	归属母公司净利润	588	628	810	1055
非流动负债	11	37	60	75	EBITDA	622	746	966	1230
长期借款	0	20	40	60	EPS (元)	3.92	2.18	2.81	3.66
其他非流动负债	11	17	20	15					
负债合计	644	881	1080	1609					
少数股东权益	14	14	13	13					
股本	150	288	288	288					
资本公积	1643	1629	1629	1629					
留存收益	946	1235	2063	3138					
归属母公司股东权益	2739	3152	3980	5055					
负债和股东权益	3396	4046	5074	6677					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	658	371	892	744	成长能力				
净利润	588	628	810	1055	营业收入	181.8%	11.6%	28.1%	41.8%
折旧摊销	44	57	64	74	营业利润	187.5%	7.6%	28.8%	30.3%
财务费用	-1	2	7	11	归属于母公司净利	192.5%	6.8%	28.9%	30.2%
投资损失	-3	-10	-14	-20	获利能力				
营运资金变动	63	-321	25	-375	毛利率 (%)	30.1%	31.5%	31.6%	29.8%
其他经营现金流	493	965	785	1430	净利率 (%)	19.3%	18.5%	18.6%	17.1%
投资活动现金流	-932	-226	-192	-176	ROE (%)	21.5%	19.9%	20.4%	20.9%
资本支出	-215	-154	-163	-159	ROIC (%)	18.3%	18.7%	19.3%	19.4%
长期投资	-90	-33	-44	-38	偿债能力				
其他投资现金流	-628	-39	14	20	资产负债率 (%)	19.0%	21.8%	21.3%	24.1%
筹资活动现金流	-109	-180	34	24	净负债比率 (%)	23.4%	27.8%	27.1%	31.7%
短期借款	0	20	20	20	流动比率	4.04	3.62	3.87	3.55
长期借款	0	20	20	20	速动比率	3.06	2.56	2.87	2.52
普通股增加	0	138	0	0	营运能力				
资本公积增加	112	-14	0	0	总资产周转率	1.04	0.91	0.96	1.05
其他筹资现金流	-221	-344	-6	-16	应收账款周转率	16.48	11.76	11.48	12.38
现金净增加额	-381	-30	754	612	应付账款周转率	25.98	18.36	18.75	20.17

每股指标 (元)				
每股收益	3.92	2.18	2.81	3.66
每股经营现金流薄)	2.28	1.29	3.09	2.58
每股净资产	18.26	10.94	13.81	17.54

估值比率				
P/E	31.46	19.92	15.45	11.86
P/B	6.75	3.97	3.14	2.48
EV/EBITDA	28.40	15.77	11.44	8.52

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。