

其他化学制品 III

瑞丰新材 (300910.SZ)

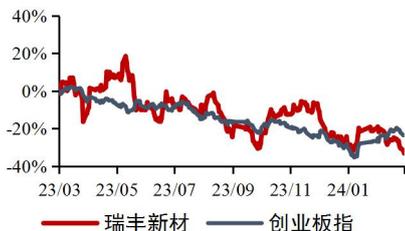
买入-B(维持)

毛利率稳中有升，复合剂认证持续突破

2024年3月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月26日

收盘价(元):	36.59
年内最高/最低(元):	118.00/36.00
流通A股/总股本(亿):	2.02/2.88
流通A股市值(亿):	73.87
总市值(亿):	105.46

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益:	2.63
摊薄每股收益:	2.63
每股净资产(元):	10.94
净资产收益率:	19.31

资料来源：最闻

分析师:

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixuankun@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码: S0760519110005

邮箱: chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年年度报告,23年公司实现收入28.16亿元,同比-7.57%,实现归母净利润6.06亿元,同比+3.12%,实现扣非后归母净利润5.69亿元,同比+3.3%。其中23Q4实现收入6.63亿元,环比-18.55%,实现归母净利润为1.56亿元,环比-22.39%,实现扣非后归母净利润为1.43亿元,环比-26.67%。

事件点评

➢ **归母净利润同比增长3.12%，原材料拓展有效降本。**逆全球化趋势兴起叠加地缘政治冲突，对全球润滑油添加剂供应链带来挑战，23年下游客户基于供应链安全稳定供应风险，加大采购量，导致多为去库存状态，公司收入略有下滑，归母净利润较上年同期增长3.12%。产销方面，23年润滑油添加剂销量13.64万吨，同比-4.65%，产量13.35万吨，同比-11.58%；无碳纸显色剂销量0.47万吨，同比-16.93%，产量0.49万吨，同比-5.22%，无碳纸显色剂产品销售规模下降。润滑油添加剂毛利率35.22%，同比提升4.5pct；无碳纸显色剂毛利率32.42%，同比提升8.52pct，综合毛利率35%，同比提升4.87pct。公司在核心原材料自产化上不断拓展，通过自主研发的离子交换法生产工艺自主生产十二烷基酚，降低成本。

➢ **2023年润滑油添加剂出口量价齐升，进口量有所下降。**根据海关数据，中国2023年12月润滑油添加剂出口1.41万吨，环比-13.12%，出口均价为21690元/吨，环比+0.56%。2023年1-12月累计出口20.80万吨，同比+3.17%，出口均价为22816元/吨，同比+0.48%。12月润滑油添加剂进口1.91万吨，环比+11.76%，进口均价为30392元/吨，环比+1.34%。2023年1-12月累计进口20.29万吨，同比-19.91%，进口均价为29990元/吨，同比+12.79%。23年中国润滑油添加剂出口整体呈现量价齐升的态势，润滑油添加剂进口量有所下降。

➢ **复合剂产品认证持续突破，转型升级平稳发展。**公司加大对核心客户的开发准入工作，加快复合剂产品的国际权威认证与客户内部的评价检测工作，获得第三方权威检测机构出具的更低加剂量、更加节能的台架试验报告，CI-4、CK-4、SN、SP级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试，在核心客户准入方面取得突破，复合剂收入占比达66.52%，转型升级平稳发展。公司正在投资1.35亿元建设新的研发中心，将进一步提升公司的研发实力。

投资建议

➢ 我们预计公司24-26年归母净利分别为7.01/8.79/9.67亿元，对应公司3月26日市值105亿元，2024-2026年PE分别为15.1\12\10.9倍，维持“买入



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



-B”评级。

风险提示

➤ **原材料涨价风险:** 由于润滑油添加剂的主要原料构成为基础油、异辛醇、五硫化二磷、硫化异丁烯、 α -烯烃等，这些材料主要为石化下游产品，与原油价格由较高的正相关性，若出现短期内原油快速的上涨，则容易造成相关原材料价格的大幅增长，对产品盈利造成冲击。**海外市场政策风险:** 由于不同地区对于润滑油添加剂的进出口关税有一定差异，若海外对中国出口润滑油添加剂产品关税上调，则会造成该行业的外部需求的一定下滑。**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，机会成本巨大。

财务数据与估值:

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,046	2,816	3,279	3,732	3,918
YoY(%)	181.8	-7.6	16.5	13.8	5.0
净利润(百万元)	588	606	701	879	967
YoY(%)	192.5	3.1	15.5	25.4	10.0
毛利率(%)	30.1	35.0	33.3	33.9	30.8
EPS(摊薄/元)	2.04	2.10	2.43	3.05	3.35
ROE(%)	21.4	19.3	18.2	18.6	17.0
P/E(倍)	17.9	17.4	15.1	12.0	10.9
P/B(倍)	3.9	3.4	2.8	2.2	1.9
净利率(%)	19.3	21.5	21.4	23.5	24.7

资料来源: 最闻, 山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2558	2492	3307	4303	5083
现金	827	1214	1788	2907	3374
应收票据及应收账款	207	236	389	279	389
预付账款	87	40	115	81	126
存货	532	424	534	548	690
其他流动资产	905	579	481	490	505
非流动资产	838	1287	1148	1231	1312
长期投资	0	100	119	143	171
固定资产	330	476	549	601	635
无形资产	128	144	153	166	181
其他非流动资产	380	568	326	322	324
资产总计	3396	3779	4455	5534	6395
流动负债	633	525	524	737	643
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	386	308	405	497	494
其他流动负债	247	217	118	240	149
非流动负债	11	101	74	58	42
长期借款	0	89	69	52	35
其他非流动负债	11	12	5	5	7
负债合计	644	625	598	795	684
少数股东权益	14	22	25	28	32
股本	150	288	288	288	288
资本公积	1643	1636	1636	1636	1636
留存收益	945	1206	1910	2792	3763
归属母公司股东权益	2739	3132	3833	4711	5678
负债和股东权益	3396	3779	4455	5534	6395

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	658	640	470	1185	451
净利润	588	609	703	882	971
折旧摊销	43	56	60	72	84
财务费用	-54	-27	-39	-97	-188
投资损失	-3	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-26	-74	-256	336	-408
其他经营现金流	111	83	9	-1	-2
投资活动现金流	-932	-32	72	-146	-155
筹资活动现金流	-109	-188	32	80	171
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.04	2.10	2.43	3.05	3.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.28	2.22	1.63	4.11	1.56
每股净资产(最新摊薄)	9.50	10.87	13.30	16.35	19.70

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3046	2816	3279	3732	3918
营业成本	2129	1830	2187	2467	2711
营业税金及附加	12	19	17	22	22
营业费用	76	67	82	75	71
管理费用	144	150	131	149	110
研发费用	104	118	112	123	102
财务费用	-54	-27	-39	-97	-188
资产减值损失	-7	-4	-5	-6	-6
公允价值变动收益	34	26	0	0	0
投资净收益	3	7	7	7	7
营业利润	669	701	813	1018	1118
营业外收入	5	1	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	672	699	811	1016	1116
所得税	84	90	108	134	145
税后利润	588	609	703	882	971
少数股东损益	-0	3	3	4	4
归属母公司净利润	588	606	701	879	967
EBITDA	684	715	817	973	993

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	181.8	-7.6	16.5	13.8	5.0
营业利润(%)	187.5	4.7	16.1	25.2	9.7
归属于母公司净利润(%)	192.5	3.1	15.5	25.4	10.0
获利能力					
毛利率(%)	30.1	35.0	33.3	33.9	30.8
净利率(%)	19.3	21.5	21.4	23.5	24.7
ROE(%)	21.4	19.3	18.2	18.6	17.0
ROIC(%)	20.4	17.8	16.7	16.4	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	16.5	13.4	14.4	10.7
流动比率	4.0	4.7	6.3	5.8	7.9
速动比率	3.0	3.6	5.0	4.9	6.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	16.4	12.7	10.5	11.2	11.7
应付账款周转率	6.7	5.3	6.1	5.5	5.5
估值比率					
P/E	17.9	17.4	15.1	12.0	10.9
P/B	3.9	3.4	2.8	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.0	12.6	10.3	7.5	6.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

