

其他化学制品 III

瑞丰新材 (300910.SZ)

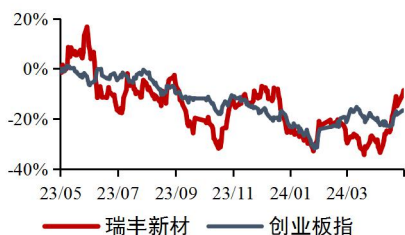
买入-B(维持)

润滑油添加剂龙头，进口替代打开成长空间

2024年5月8日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2024年5月7日

收盘价(元):	50.83
总股本(亿股):	2.91
流通股本(亿股):	2.04
流通市值(亿元):	103.83

资料来源：最闻

基础数据：2024年3月31日

每股净资产(元):	10.73
每股资本公积(元):	5.71
每股未分配利润(元):	4.24

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

投资要点:

➢ 润滑油添加剂行业外资垄断为主，国产替代空间大。2023年全球润滑油添加剂市场规模预计为185亿美元，市场规模超千亿，行业发展空间较高。从需求量来看，全球润滑油添加剂需求量从2013年的410万吨增长到2022年的530万吨，CAGR为2.6%。全球润滑油添加剂85%份额集中在四大公司手中。润滑油添加剂行业目前作为外资占据绝对控制地位的行业，存在较大国产替代空间。

➢ 润滑油全球需求稳定增长，向头部企业集中。《Global Lubricants Market 2023-2027》预计2023年全球润滑油市场规模为1384.8亿美元，2027年市场规模将接近1600亿美元。全球规模化润滑油市场供应商集中在9家，国内润滑油以两桶油为主。中国和美国是全球最大的润滑油消费市场，中东市场由汽车行业主导，印度市场复苏，全球市场稳定。

➢ 公司持续向复合剂转型，产能扩张打破海外垄断。公司产品品类齐全，单剂覆盖主流产品，复合剂技术储备雄厚，2023年毛利率、净利率分别为35%、21.63%，对标海外企业具有成本优势；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；公司目前产能达20万吨，在建项目达产后将形成超70万吨的产能规模。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2024-2026年实现营收32.54、37.31、39.18亿元，同比增速分别为+15.6%、+14.7%、+5%；实现归母公司净利润7.24/8.79/9.67亿元，同比增速分别为+19.4%/+21.4%/+10%；对应EPS为2.49/3.02/3.32元，对应5月7日总市值148亿，PE为20.4/16.8/15.3倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、海外市场开拓风险、复合剂产品认证不能顺利通过的风险、国际汇率波动风险。

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	3,254	3,731	3,918
YoY(%)	181.8	-7.6	15.6	14.7	5.0
净利润(百万元)	588	606	724	879	967
YoY(%)	192.5	3.1	19.4	21.4	10.0
毛利率(%)	30.1	35.0	34.3	33.9	30.8
EPS(摊薄/元)	2.02	2.08	2.49	3.02	3.32
ROE(%)	21.4	19.3	18.7	18.5	16.9

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



P/E(倍)	25.2	24.4	20.4	16.8	15.3
P/B(倍)	5.4	4.7	3.8	3.1	2.6
净利率(%)	19.3	21.5	22.3	23.6	24.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 润滑油添加剂国内领先，竞争力突出.....	7
1.1 国内领先的润滑油添加剂供应商.....	7
1.2 围绕润滑油添加剂主业发展，公司业绩稳步增长.....	8
2. 润滑油添加剂行业外资垄断为主，国产替代空间大.....	10
2.1 全球润滑油添加剂市场规模超千亿.....	10
2.2 润滑油添加剂行业外资垄断为主，国产替代空间大.....	13
2.3 润滑油添加剂行业壁垒高，技术认证难度大.....	17
2.4 国内逐渐打破海外垄断，国产替代前景广阔.....	19
3. 润滑油行业全球需求稳定增长，向头部企业集中.....	22
3.1 全球润滑油市场处于成熟阶段，需求稳定增长.....	22
3.2 润滑油高质量升级，海外润滑油市场明显复苏.....	24
3.3 工业油增长集中亚太地区，船用油市场潜力较大.....	29
4. 公司持续向复合剂转型，力争打破海外垄断.....	30
4.1 对标雅富顿，成长确定性高.....	30
4.2 产品认证持续突破，引领全国行业标准.....	31
4.3 以润滑油添加剂产品为主导，性价比优势突出.....	32
4.4 产能持续扩张，项目稳步推进.....	36
5. 盈利预测.....	37
6. 风险提示.....	38

图表目录

图 1： 公司历史沿革.....	7
图 2： 公司股权结构及部分子公司.....	8



图 3: 公司历年营收 (亿元) 及同比 (%)	9
图 4: 公司历年归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	9
图 5: 海外业务逐渐贡献公司主要营收 (亿元)	9
图 6: 公司研发支出 (亿元)	9
图 7: 公司毛利率和净利率 (%)	10
图 8: 公司期间费用率略降 (%)	10
图 9: 全球润滑油添加剂市场规模 (亿美元) 及需求量 (万吨)	11
图 10: 我国润滑油添加剂需求量 (万吨)	11
图 11: 全球功能性润滑油添加剂消费占比.....	11
图 12: 中国功能性润滑油添加剂消费占比.....	12
图 13: 北美功能性润滑油添加剂消费占比.....	12
图 14: 印度功能性润滑油添加剂消费占比.....	12
图 15: 中东功能性润滑油添加剂消费占比.....	12
图 16: 主要润滑油添加剂公司全球市场份额.....	13
图 17: 路博润近年来收入 (亿美元)	14
图 18: 润英联近年来收入 (亿美元)	15
图 19: 雪佛龙奥伦耐近年来收入 (亿美元)	15
图 20: NewMarket 收入利润稳步增长 (亿美元)	16
图 21: 全球四大产能布局图.....	17
图 22: API 汽油、柴油机油质量等级.....	18
图 23: 2021-2026 预计中国主要单剂消费复合增速 (%)	22
图 24: 全球润滑油市场规模 (十亿美元)	23
图 25: 全球润滑油需求量稳步增长 (万吨)	23

图 26: 中国润滑油市场份额占比 (%)	24
图 27: 润滑油产业链.....	25
图 28: 北美润滑油市场 (十亿美元)	27
图 29: 中国润滑油市场 (十亿美元)	27
图 30: 我国机动车保有量 (辆)	27
图 31: 工程机械营业收入趋势 (亿元)	27
图 32: 俄罗斯润滑油市场 (十亿美元)	28
图 33: 中东非洲润滑油市场 (十亿美元)	29
图 34: 印度润滑油市场 (十亿美元)	29
图 35: 2021 年全球船用润滑油添加剂消费量 (单位: 千公吨)	29
图 36: 收入对比 (亿人民币)	30
图 37: 盈利对比 (%)	30
图 38: New Market ROE 高于瑞丰(%).....	30
图 39: 研发支出占比 (%)	30
图 40: 公司产品种类齐全.....	32
图 41: 河南省出口价格低于中国进口价格 (元/吨)	33
图 42: 公司销量稳步增长 (吨)	33
图 43: 23 年河南省出口阿联酋润滑油添加剂 (吨)	33
图 44: 基础油价格 (美元/吨) 油价 (美元/桶) 走势.....	34
图 45: 异丁烯价格 (元/吨) 油价 (美元/桶) 走势.....	34
图 46: 公司业绩 (亿元) 与油价 (美元/桶) 走势对比.....	34
表 1: 汽油发动机机油标准.....	19



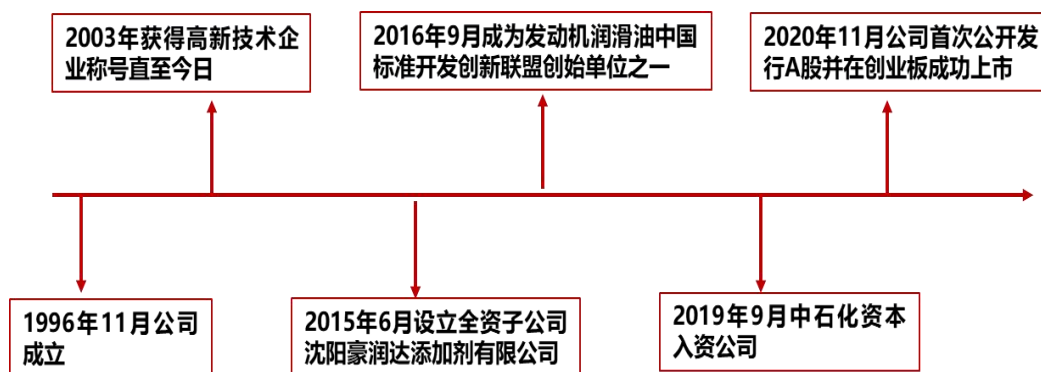
表 2: 柴油发动机机油标准.....	19
表 3: 润滑油添加剂产能 (单位: 万吨)	21
表 4: 国六标准较国五排放标准限值变化 (g/km)	26
表 5: 2017-2021 润滑油细分应用市场空间 (单位: 十亿美元)	26
表 6: 2017-2021 润滑油不同国家市场空间 (单位: 十亿美元)	26
表 7: 原材料变动对公司成本和业绩的敏感性分析.....	35
表 8: 可比公司对比.....	37

1. 润滑油添加剂国内领先，竞争力突出

1.1 国内领先的润滑油添加剂供应商

公司是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。公司于 1996 年成立，在润滑油添加剂领域，公司自进入该行业起，定位于发展环保、高效的产品。公司在质量上紧盯国际添加剂公司，已经发展成为具有较强竞争力的国产润滑油添加剂供应商，在国际市场逐步树立影响力，产品产销规模快速增长。2020 年 11 月，首次公开发行 A 股并在创业板成功上市，是润滑油添加剂行业首家上市公司。公司主要从事油品添加剂、无碳纸显色剂等精细化工系列产品的研发、生产和销售。拥有比较完善的生产设备和生产生产工艺，凭借技术优势和产品优势，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。

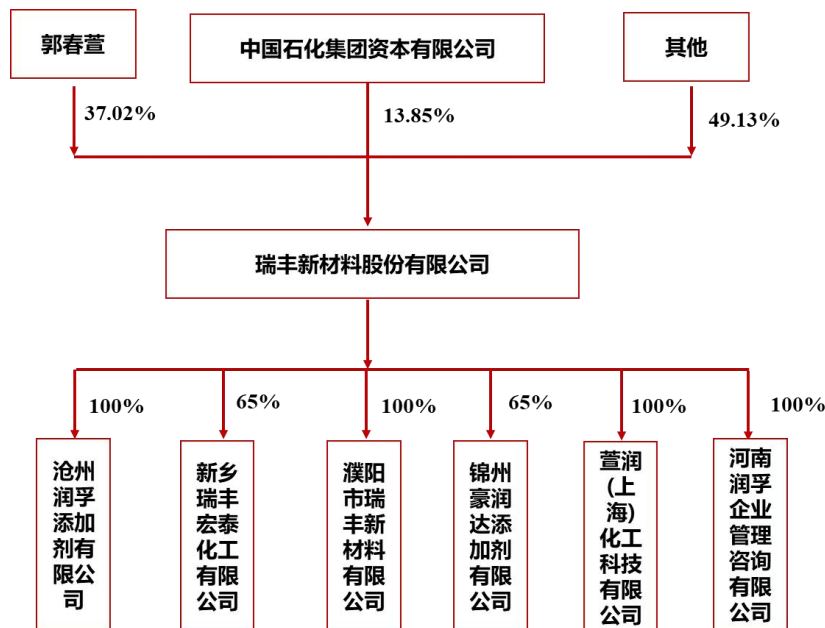
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司股权结构稳定，中石化资本参股 13.85%。公司第一大股东为郭春萱先生，持股比例为 37.22%，为公司实际控制人。2019 年 9 月，中石化资本向公司投入货币资金 3.4 亿元，开启公司与中石化在润滑油添加剂领域的深度合作，通过发挥各自的优势，进行资源对接，优势互补，形成合力，做大做强国内润滑油添加剂产业。

图 2：公司股权结构及部分子公司



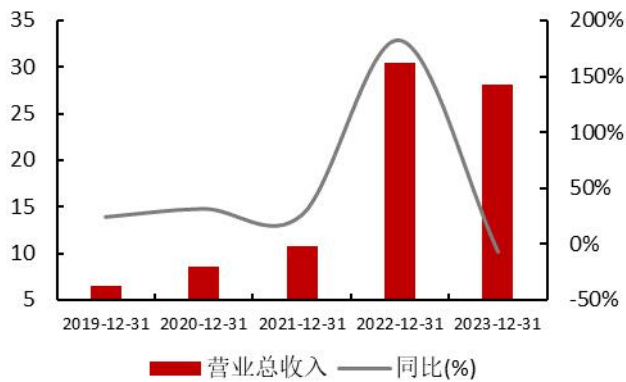
资料来源：瑞丰新材 2023 年年报，山西证券研究所

1.2 围绕润滑油添加剂主业发展，公司业绩稳步增长

业绩实现稳步增长，23 年归母净利润同比增长 3.12%。2019-2022 年公司营业收入从 6.57 亿到 30.46 亿元，复合增速为 66.75%；2019-2022 年公司归母净利润从 0.98 亿到 5.88 亿元，复合增速为 81.71%。2022 年公司业绩创新高，一方面公司所在润滑油添加剂行业正处于国际供应链体系面临重建，国内进口替代加速的阶段，为公司带来较好的发展机遇和广阔的市场空间，另一方面，公司以单剂为主向复合剂为主转变的战略规划，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，在核心客户准入方面取得突破，复合剂销量快速增长，复合剂收入占比达 66.44%。

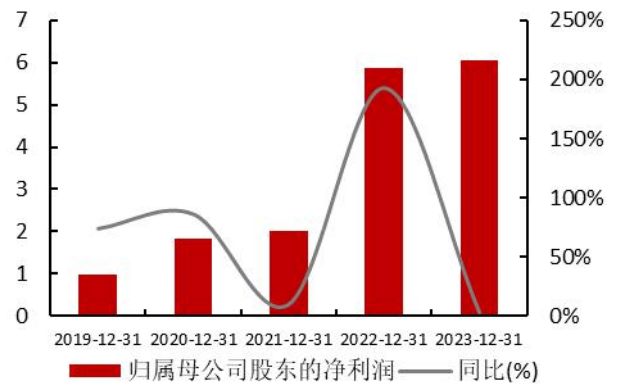
2023 年公司实现收入 28.16 亿元，同比-7.57%，实现归母净利润 6.06 亿元，同比+3.12%。逆全球化趋势兴起叠加地缘政治冲突，对全球润滑油添加剂供应链带来挑战，下游客户基于供应链安全稳定供应风险，加大采购量，导致多为去库存状态，公司收入略有下滑，归母净利润较上年同期增长 3.12%。

图 3：公司历年营收（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司历年归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

海外业务逐渐贡献公司营收主要来源。公司主营业务收入主要是润滑油添加剂系列产品，占营业总收入比例达 90%以上，23 年公司海外收入 20.57 亿元，产品在海外快速推广，抢占四大份额。

复合剂产品认证持续突破，转型升级平稳发展。公司多年来持续加大研发投入，不断引进优秀研发人才，强化激励研发团队的创新能力，核心技术逐年得到提升，研发支出由 2019 年的 0.24 亿提升至 23 年 1.18 亿。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。

图 5：海外业务逐渐贡献公司主要营收（亿元）

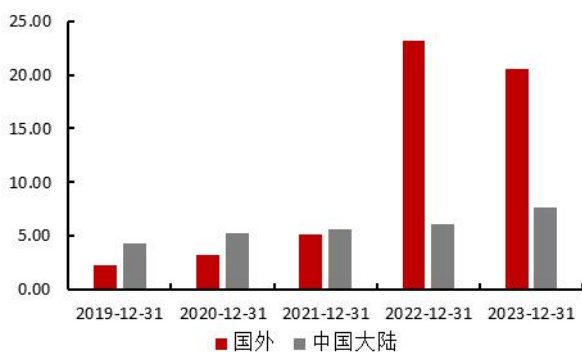
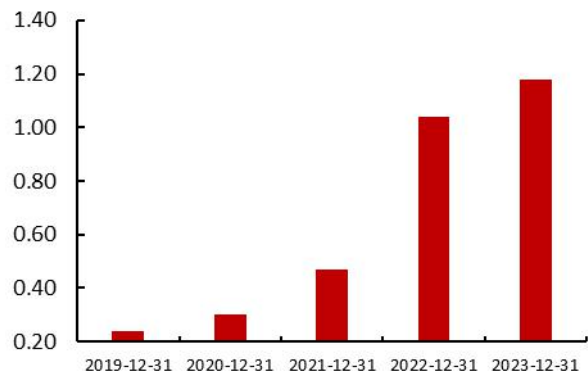


图 6：公司研发支出（亿元）

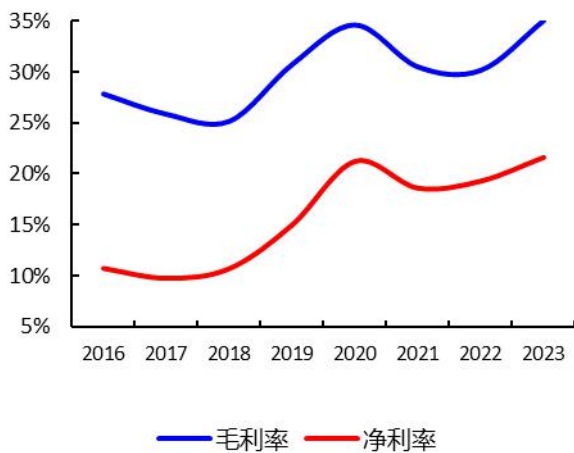


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

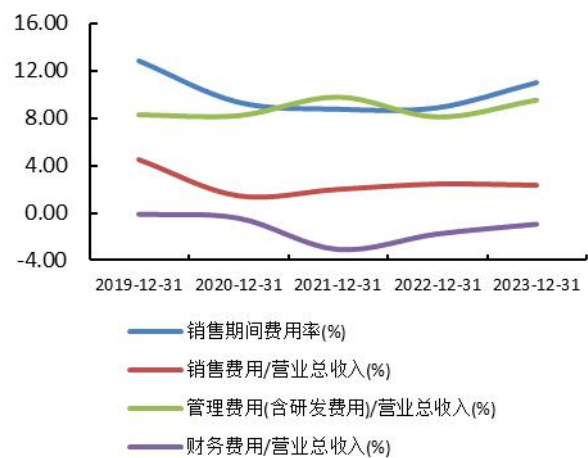
公司毛利率稳中有增，期间费用略增。公司毛利率由 2016 年的 27.81% 提升到 2023 年的 35%，净利润率由 2016 年的 10.69% 提升到 2023 年 21.63%，盈利能力稳步提升。公司销售期间费用率由 2019 年的 12.8% 降至 2023 年的 10.98%。

图 7：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：公司期间费用率略降（%）



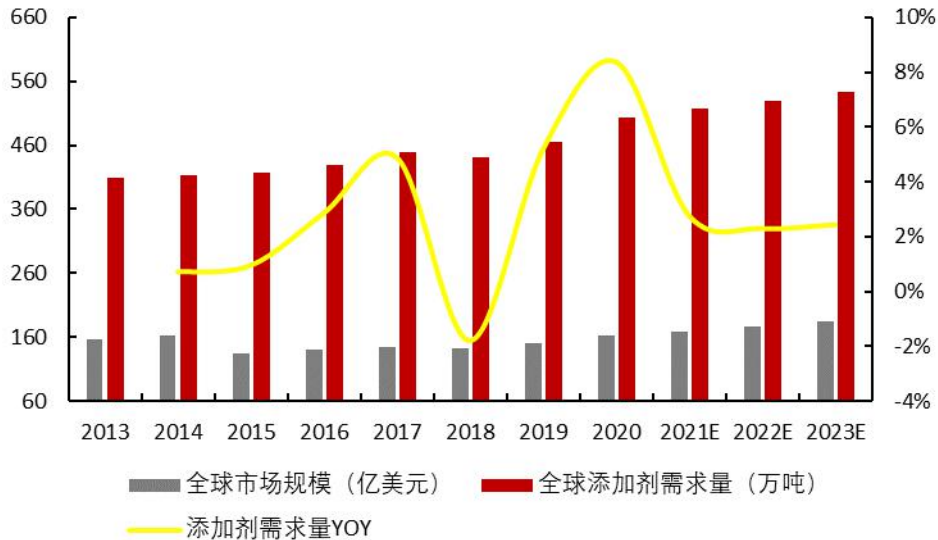
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 润滑油添加剂行业外资垄断为主，国产替代空间大

2.1 全球润滑油添加剂市场规模超千亿

目前全球润滑油添加剂市场规模超千亿。根据中商产业研究院，2023 年全球润滑油添加剂市场规模预计为 185 亿美元，按照 7.2 汇率换算，全球润滑油添加剂市场规模超千亿，行业发展空间较高。从需求量来看，全球润滑油添加剂需求量从 2013 年的 410 万吨增长到 2022 年的 530 万吨，需求量年均增速为 2.6%。

图 9：全球润滑油添加剂市场规模（亿美元）及需求量（万吨）



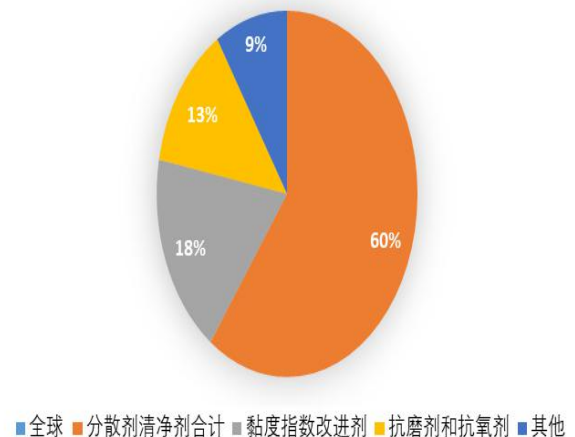
资料来源：瑞丰新材招股书，《润滑油添加剂市场将会增长》，精细石油化工进展，《润滑油及添加剂市场分析》，上海市润滑油品行业协会；中商产业研究院；山西证券研究所

分散剂、黏度指数改进剂、清净剂是较常使用的功能剂。按单剂类别来看，分散剂、黏度指数改进剂和清净剂是需求占比较高的添加剂，合计占润滑油添加剂总需求量的 65%-70% 左右。从全球功能性润滑油添加剂消费占比来看，根据 IHS，2021 年全球功能性润滑剂消费中分散剂和清净剂合计占比 60%，黏度指数改进剂占 18%。

图 10：我国润滑油添加剂需求量（万吨）

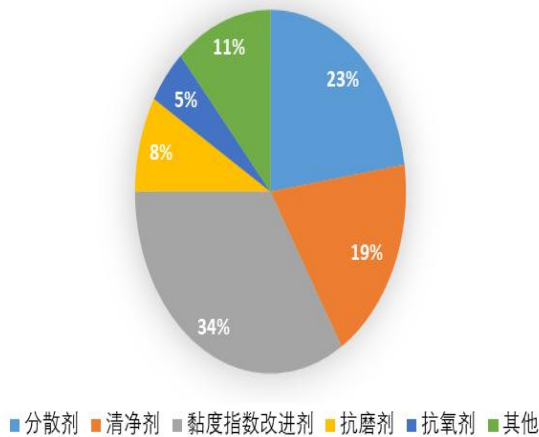


图 11：全球功能性润滑油添加剂消费占比



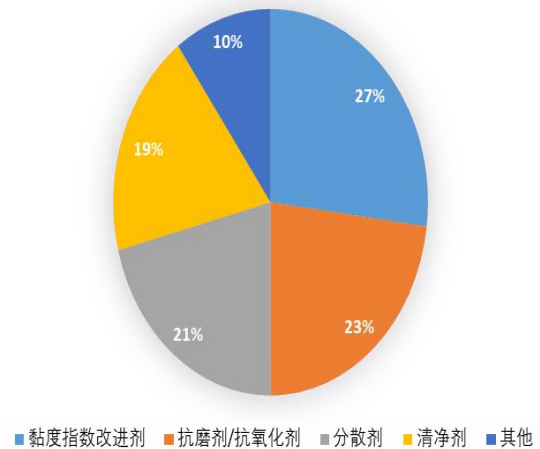
资料来源：瑞丰新材招股书，《润滑油及添加剂市场分析》，上海市润滑油品行业协会；观研报告网，《我国润滑油添加剂行业分析：下游市场旺盛生产及需求规模扩大》；山西证券研究所

图 12：中国功能性润滑油添加剂消费占比



资料来源：《IHS MARKET Lubricating Oil Additives》，山西证券研究所

图 13：北美功能性润滑油添加剂消费占比



资料来源：《IHS MARKET Lubricating Oil Additives》，山西证券研究所

资料来源：《IHS MARKET Lubricating Oil Additives》，山西证券研究所

图 14：印度功能性润滑油添加剂消费占比

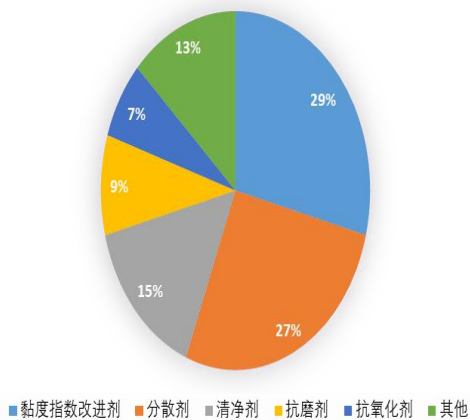
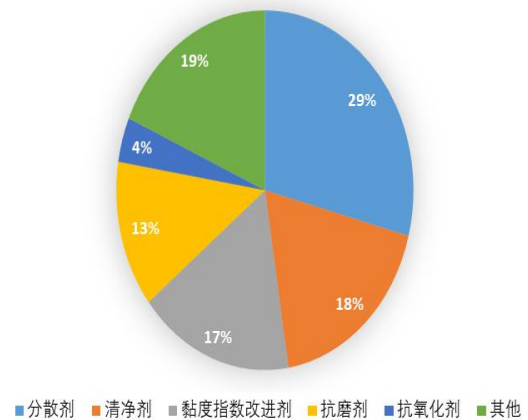


图 15：中东功能性润滑油添加剂消费占比



资料来源：《IHS MARKET Lubricating Oil

资料来源：《IHS MARKET Lubricating Oil

Additives》，山西证券研究所

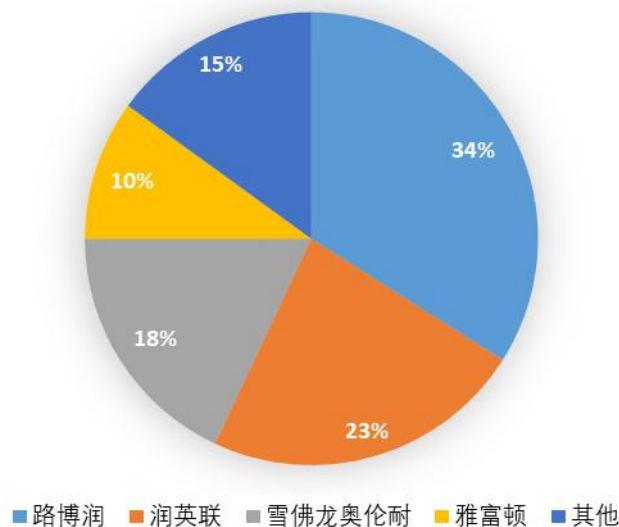
Additives》，山西证券研究所

分地区来看，中国润滑油添加剂消费黏度指数改进剂、分散剂、清净剂占比较高；北美功能性润滑剂消费中黏度指数改进剂、抗磨剂/抗氧化剂、分散剂占比较高；印度功能性润滑剂消费中黏度指数改进剂、分散剂、清净剂占比较高；中东功能性润滑剂消费中分散剂、清净剂、黏度指数改进剂占比较高。

2.2 润滑油添加剂行业外资垄断为主，国产替代空间大

全球润滑油添加剂 85% 份额集中在四大公司手中。全球润滑油添加剂市场主要被国际厂商主导。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。

图 16：主要润滑油添加剂公司全球市场份额



资料来源：瑞丰新材招股书，《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，石油商技，山西证券研究所

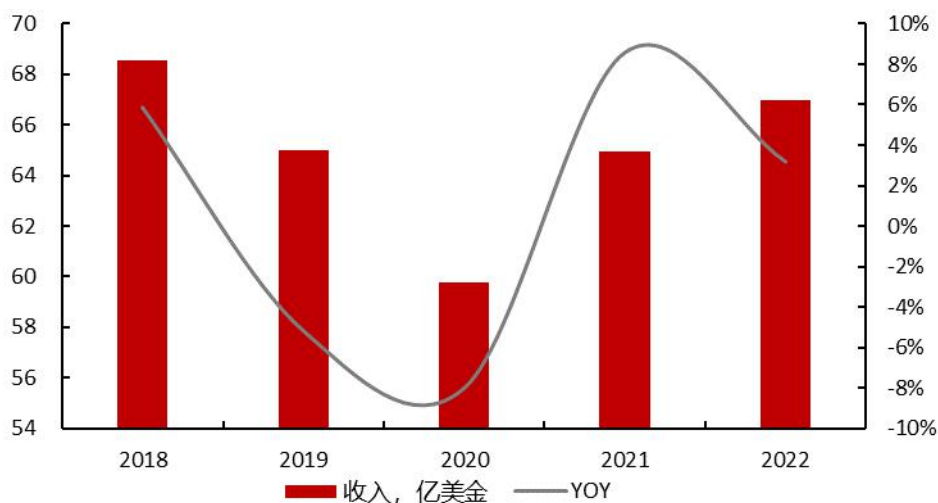
1) 路博润公司建立于 1928 年，以研究、开发、生产和经销润滑油添加剂起家。总部在美国俄亥俄州威克利夫，是全球最大的润滑油添加剂公司。路博润几乎生产所有润滑油和燃料用的组分添加剂和复合剂，全球共有职工 7100 人，在 24 个国家设有 38 家子公司、21 座生产厂，

产品销往 100 多个国家。

路博润润滑油添加剂产品的全球市场占有率约为 33%，其开发的添加剂配方用于调制各种运输和工业商品润滑油，其中有汽油机油和柴油机油、自动传动液，船用润滑油、拖拉机润滑油、燃料油和工业润滑油。

自 2011 年伯克希尔哈撒韦收购路博润以来，路博润已完成多项补强型收购，主要聚焦于先进材料领域。根据伯克希尔哈撒韦年报，路博润 2022 年销售额为 67 亿美元，同比+3.2%，主要系产品价格上涨所致。

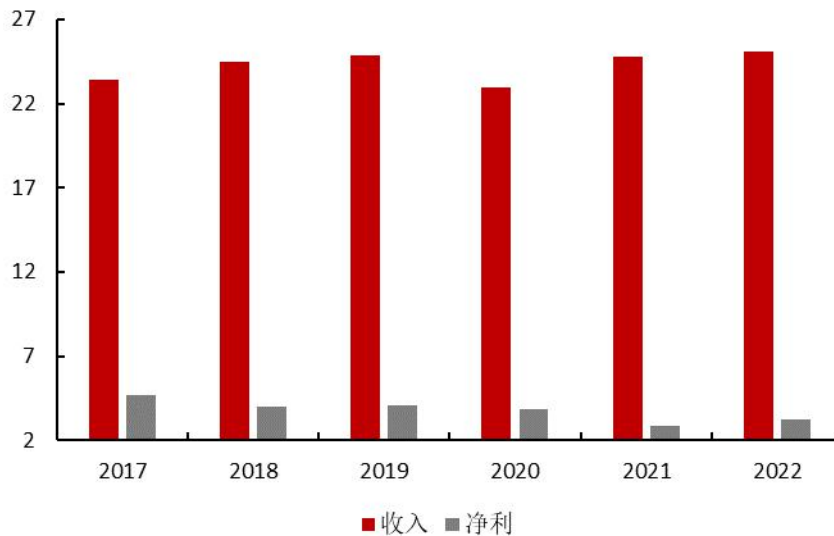
图 17：路博润近年来收入（亿美元）



资料来源：伯克希尔哈撒韦年报，山西证券研究所

2) 润英联在 1999 年由 ExxonMobile 和 Shell 公司的添加剂分部合并而成，是世界第二大润滑油添加剂供应商，合并之前的两个公司都有近 70 年的发展历史。其业务不仅集中于英国、美国和新加坡，近年来趋向于向全球发展。润英联最初的产品为降凝剂，此后又发展了发动机油抗氧化剂和抗磨剂技术，近年来研发集中于无灰分散剂和金属清洁剂。在 20 世纪 60 年代，润英联开始涉足燃料添加剂，尤其是在柴油流动性改进剂方面成绩突出。目前润英联的燃料添加剂发展侧重于柴油润滑性添加剂。

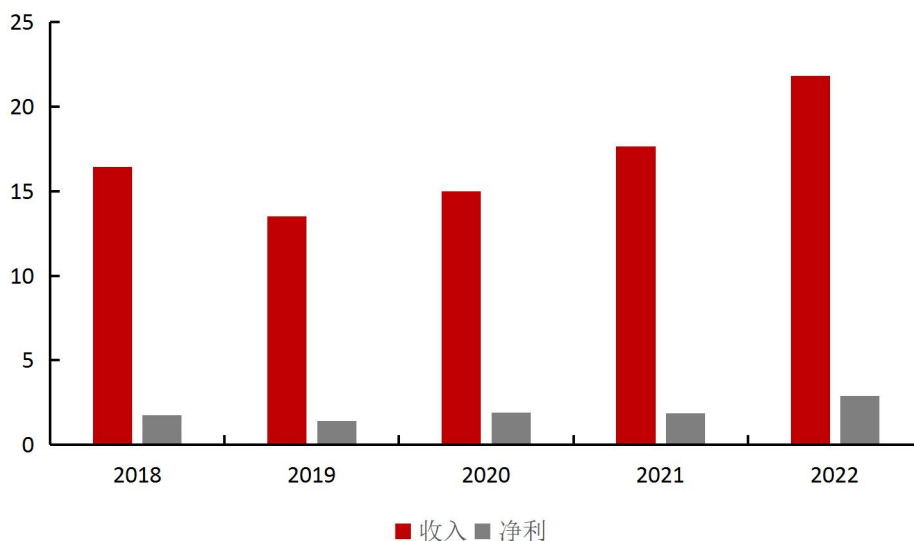
图 18：润英联近年来收入（亿美元）



资料来源：S&P，山西证券研究所

3) 雪佛龙奥伦耐公司成立于 1917 年，是美国第三大润滑油添加剂生产和供应商，在复合剂方面有很强的实力，主要产品有汽油/柴油机油复合剂、天然气发动机油复合剂等。全球业务分为美国、亚太、EAME（欧洲、非洲、中东）三个地区。在全球共有 5 个技术中心，用来进行催化剂、润滑油添加剂等产品的研发和试验。

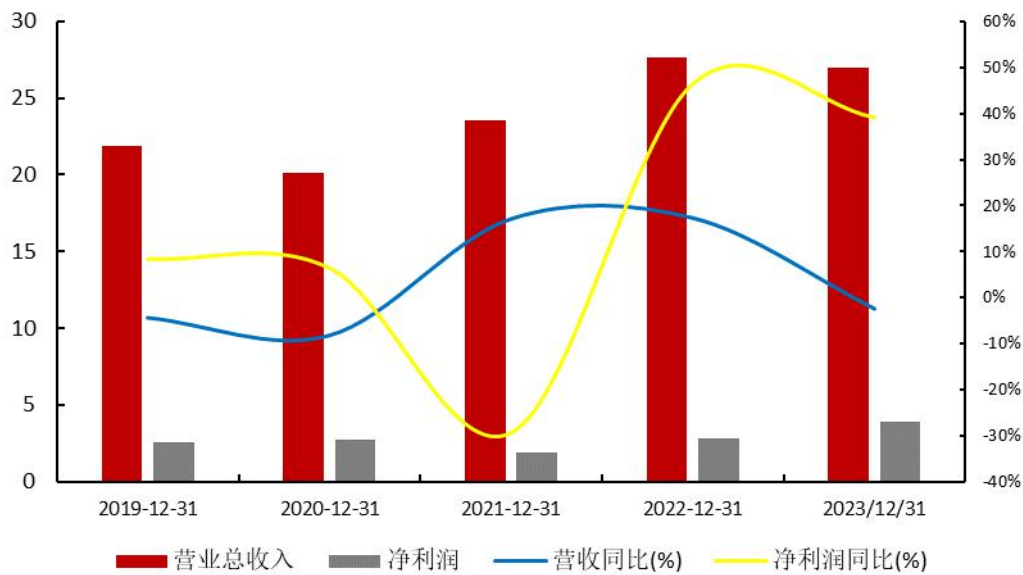
图 19：雪佛龙奥伦耐近年来收入（亿美元）



资料来源：S&P，山西证券研究所

4) 雅富顿成立于 2004 年，其前身为 Ethyl（乙基）公司，负责原有的石油添加剂业务。雅富顿公司的产品线分布很有特色，其车用油添加剂产量约占总产量 55%，驱动系用油添加剂约占 26%，其余为工业用油或是工业发动机用油添加剂。母公司为 New Market（NYSE:NEU）。

图 20：NewMarket 收入利润稳步增长（亿美元）

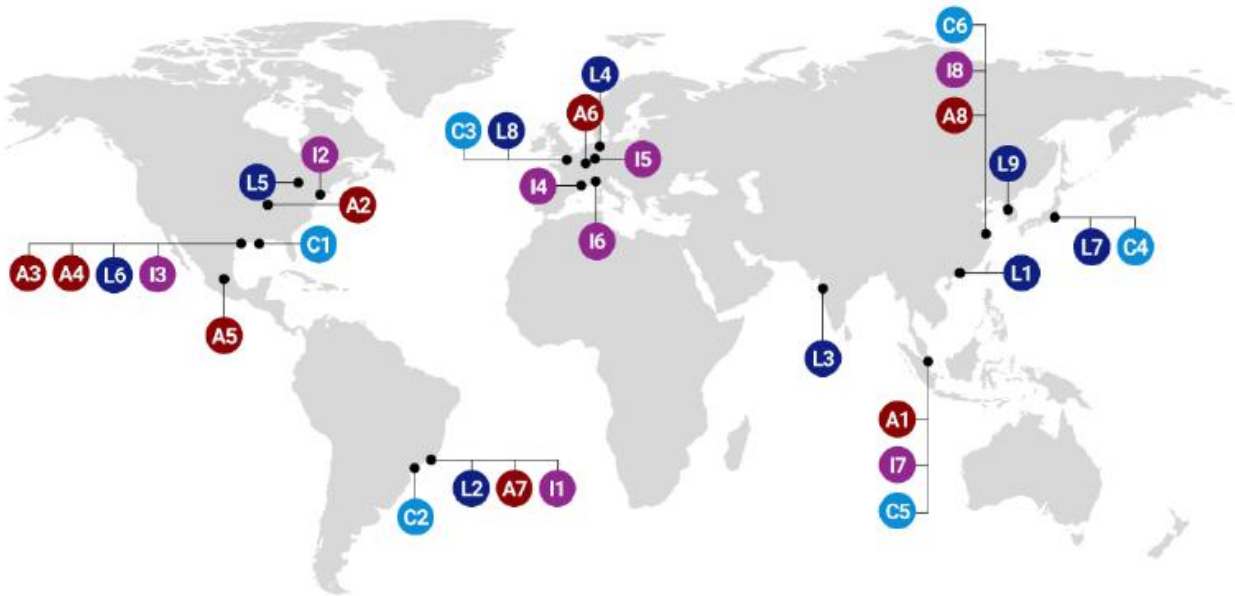


资料来源：wind，山西证券研究所

四大剂企业普遍拥有悠久历史，长期的积累使得公司具备较多专利和丰富的产品线。以路博润为例，其专利数量高达 3800 项。并且四大剂企业的发展都经历了从地方走向全球的生产布局，近几年在亚太地区布局较多，主要集中在 中国、日本和印度等国。

图 21：全球四大产能布局图

Major Sources of Additives

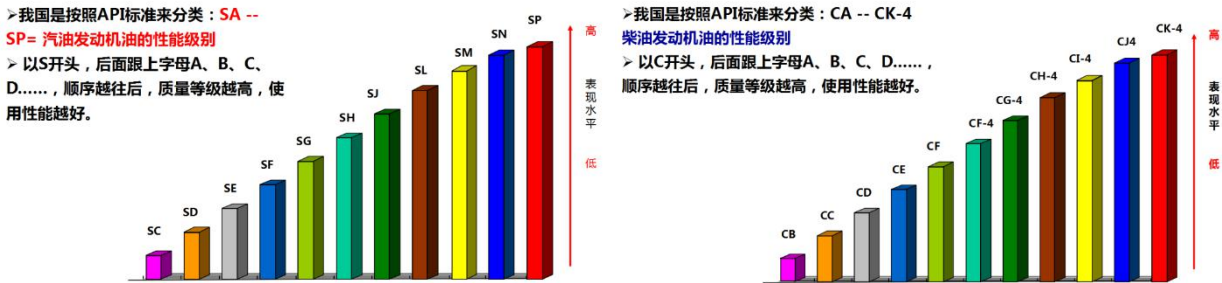


资料来源：Lubes'n'Greases research，山西证券研究所（注：L1-L9 为 Lubrizol 公司，A1-A8 为雅富顿公司，I1-I8 为润英联公司，C1-C6 为雪佛龙奥伦耐公司）

2.3 润滑油添加剂行业壁垒高，技术认证难度大

润滑油添加剂细分产品种类繁多，技术含量及产品质量要求较高，升级换代快，每种产品对于各项指标要求均不同，配方千差万别，需要企业具备丰富的生产经验以及先进的生产控制设备。同时，企业不仅需要较为齐全的研发、检测和试验设备而且还需要打造一支能够及时根据终端客户的实际需要，量身定做符合其特定需求产品的研发队伍，从而取得市场竞争优势，以实现更强的盈利能力。润滑油添加剂生产企业加工工艺和产品配方是赢得市场的重要保证。为了不断满足客户个性化、差异化的需要，润滑油添加剂生产企业需要具备较强的持续研发能力。每种润滑油添加剂的研发与生产一般均需经过配方筛选、模拟评定、台架试验、行车试验、工业试用等阶段，对新进入者而言，所面临的技术壁垒更明显。

图 22：API 汽油、柴油机油质量等级



资料来源：零公里润滑油公众号，山西证券研究所

API 制定美国润滑油质量等级标准，现成为国际上比较通用的润滑油质量等级标准。API 将汽车发动机油分为 S-代表汽油机油，C-代表柴油机油。从 SA 发展到目前最高级别的 SP，分别是 SA、SB、SC、SD、SE、SF、SG、SH、SJ、SL、SM、SN、SP，SP 为目前汽油机油的最高级别。柴油机油规格：从 CA 发展到现在最高级别的 CK-4，分别是 CA、CB、CC、CD、CD-II、CE、CF、CF-2、CF-4、CG-4、CH-4、CI-4、CJ-4、CK-4，CK-4 为目前柴油机油的最高级别。机油的性能级别越高，其各种技术指标越高，可以明显延长发动机的使用寿命，延长换油的周期和维修周期，并减少汽车保养费用。

API 认证流程至少需要半年时间，5 年进行一次复审修改。首先，申请企业的产品应该按照 API 的产品标准进行设计和生产。填写美国 API 发给的认证产品的申请表、协议(均为英文)根据《API Spec Q1 质量纲要规范》编写文件化的质量管理体系。向美国 API 总部递交(邮寄)用英文填写完的申请表和协议、英文版的《质量手册》和申请费。一种 API 产品规范即一个 API 证书。根据《API Spec Q1 质量纲要规范》建立的质量管理体系至少要运行四个月，并且进行了一次内审和管理评审。然后才能由审核员审核。一般情况下，API 标准每 5 年至少进行一次复审、修改、重新确认或撤消。

表 1：汽油发动机机油标准

名称	状态	内容
SP	当前	于 2020 年 5 月引入。报定用于防止低速早燃 (LSPI) 现象的发生, 为正时链提供抗磨损保护, 为活塞和涡轮增压器提供更好的高温积垢保护。进行更严格的淤渣控制。具备节能功效的 API SP 在保持 API SP 性能的向时, 还可提高燃料经济性、涡轮增压器保护、排放控制系统兼容性并在使用含乙醇燃料 (最高 E85) 时保护发动机, 进而满足了 ILSAC GF-6A 的要求。
SN	当前	适用于 2020 年和年代更早的汽车发动机
SM	当前	适用于 2010 年和年代更早的汽车发动机
SL	当前	适用于 2010 年和年代更早的汽车发动机
SJ	当前	适用于 2010 年和年代更早的汽车发动机

资料来源：API 报告，山西证券研究所

表 2：柴油发动机机油标准

名称	状态	内容
CK-4	当前	用于高速四冲程循环柴油发动机, 符合 2017 年及之前柴油发动机的高速公路与非道路国四废气排放标准。CK-4 机油经特殊合成, 可与含硫量达 500ppm (0.05%重量) 的柴油一起使用。但将机油与含硫量大于 15ppm (0.0015%重量) 的柴油一起使用时, 可能影响废气后处理系统油耐久性/接油期。如使用微过滤器和其他先进的后处理系统, CK-4 机油在维持排放控制系统耐久性方面则会更有效。API CK-4 机油可更好地防止机油氧化增稠发泡、由剪应力引起的粘度降低, 防止催化剂中毒、微粒过滤器阻塞、发动机磨损、活塞积垢、低高温持性退化, 以及由烟灰引起的机油粘度增加。API CK-4 机油性能标准优于 CJ-4, 带有 PLUS 标识的 CI-4、CI-4 和 CH-4。
CJ-4	当前	用于高速四冲程循环发动机, 符合 2010 年及之前柴油发动机的高速公路和非道路国四废气排放标准。CJ-4 机油可与含硫量达 500 ppm (0.05%重量) 的柴油一起使用。但将机油与含硫量大于 15ppm(0.0015%重量) 的柴油一起使用时, 可能影响废气后处理系统的耐久性/换油期。API CJ-4 机油的性能标准优于带有 CI-4 PLUS 标识的 CI-4、CI-4、CH-4、CG-4 和 CF-4。
CI-4	当前	用于高速四冲程发动机, 符合 2002 年及之前废气排放标准。CI-4 机油经特殊合成, 可延长配备废气再循环装置 (exhaust gas recirculation, EGR) 的发动机使用寿命, 并可与含硫量达 0.5% 重量的柴油一起使用。可用于代替 CD、CE、CF-4、CG-4 和 CH-4 机油, 部分 CI-4 机油符合 CI-4 PLUS 要求。
SL	当前	用于高速四冲程发动机, 符合 1998 年及之前废气排放标准。CH-4 机油经特殊合成, 可与含硫量达 0.5%重量的柴油一起使用。可用于代替 CD、CE、CF-4 和 CG-4 机油。

资料来源：API 报告，山西证券研究所

2.4 国内逐渐打破海外垄断，国产替代前景广阔

国内单剂市场主要依靠国内单剂生产企业自产和国外添加剂进口。国内单剂生产企业的竞争格局曾经是大型石油公司下属企业和民营企业各占半壁江山。近几年民营企业快速发展, 逐渐成为国内润滑油添加剂生产的主力军。随着国内润滑油添加剂生产厂商技术水平不断提高和

生产规模不断扩大，国内出现少数具有一定行业影响力且技术研发实力较强的润滑油添加剂公司。这些具有自主知识产权的民营企业，除了在某些细分产品上替代进口厂商取得一定的市场份额外，还逐步开始在部分高端产品市场上与国外单剂厂商展开竞争。

- 1) **无锡南方石油添加剂有限公司**是专业生产石油添加剂的集团型企业，根据公司官网介绍，公司目前具备年产各种润滑油添加剂 50000 余吨生产能力，主要产品有清净剂系列，无氯浅色型无灰分散剂系列。
- 2) **锦州康泰润滑油添加剂有限公司**是国内产供销一体化的专业添加剂制造商，主要生产添加剂组分、复合添加剂和其它中间体产品。根据利安隆 2023 年报，康泰股份设计产能为 133000 吨，产能利用率 38.64%。
- 3) **新疆蓝德精细石油化工股份有限公司**是新疆独山子天利高新技术股份有限公司等八家公司共同发起设立，以生产润滑油系列添加剂为主营业务的股份公司。
- 4) **上海海润添加剂有限公司**是由中石化和润英联共同建设的合资公司，主要生产内燃机油、齿轮油、液压油复合添加剂及粘度指数改进剂，根据环球塑化网披露，公司现有复合剂年生产能力达 4 万吨，为国内内燃机油复合添加剂制造商。
- 5) **南京润友化工添加剂有限公司**以开发、咨询、生产、批发销售润滑油系列添加剂、防锈油系列添加剂等。
- 6) **锦州圣大化学品有限公司**是专业的润滑油添加剂供应商，公司致力于为客户提供专业、优良、完善的润滑解决方案。甄选添加剂组分，塑造可靠、稳定的复合剂性能，保障油品强大的润滑基础。
- 7) **锦州精联润滑油添加剂有限公司**是中国石油天然气股份有限公司与润英联荷兰私人有限公司的中荷合资公司。公司成立于 1995 年 10 月，主要产品为聚异丁烯系列产品，以满足国际和国内市场对高档润滑油产品及添加剂/乳化剂生产原料、胶粘剂和密封剂、电绝缘用油、橡胶和塑料改性等行业日益增长的需求。

国内进口的单剂主要由四大润滑油添加剂公司以外的几家特色单剂生产商提供，多属技术含量高的具有一定特色的单剂，一般是国内厂家无法生产或无法达到同等质量水平的产品，其附加值和利润相对较高，但因价格比较昂贵，因此在国内市场上所占的份额比较少。四大在国内建厂如下：

- 1) **路博润添加剂（珠海）有限公司**成立于 2010 年，位于珠海高栏港经济区。路博润添加剂（珠海）有限公司产品主要涉及车用润滑油添加剂、工业油添加剂及燃油添加剂等。

2) 润英联(中国)有限公司成立于2013年,位于张家港扬子江国际化学工业园。润英联张家港工厂一期项目占地面积10万平方米,于2016年3月正式投产,主要用于复合添加剂调和,每年可生产10万吨润滑油添加剂。二期项目2020年上半年已启动,占地面积逾13万平方米,主要生产单剂。目前第三、四期工厂也正在筹划进行中。

3) 雪佛龙(中国)化工有限公司成立于2015年,位于宁波市北仑区,于2021年实现商业投产。

4) 雅富顿化工(苏州)有限公司成立于2006年,位于苏州工业园区。雅富顿苏州研发中心主要进行燃料和润滑油添加剂研发。

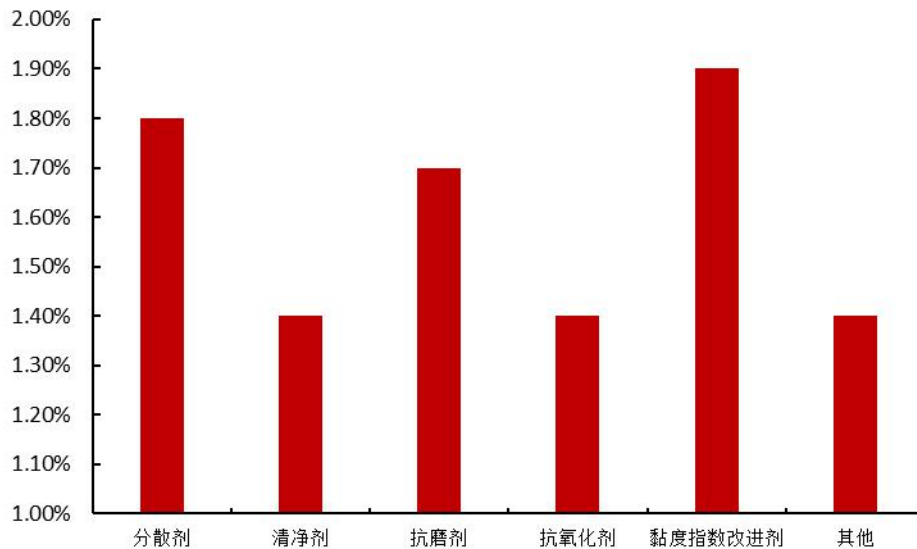
表3: 润滑油添加剂产能(单位:万吨)

公司	产能	拟在建产能
瑞丰新材	20(设计产能)	55
上海海润添加剂	4	—
无锡南方石油添加剂	5	—
锦州康泰润滑油添加剂	13.3(设计产能)	—
路博润添加剂(珠海)	—	—
润英联(中国)	10	二期扩建
雪佛龙奥伦耐	6	10
雅富顿化工(苏州)	0.6	—

资料来源:瑞丰新材2023年报;利安隆2023年报;无锡南方官网;上海海润,环球塑化网;浙江仁欣环科院有限责任公司官网,《雪佛龙(中国)化工有限公司润滑油添加剂制造厂项目(第一阶段)竣工环境保护验收公示》;苏州工业园区管理委员会官网,《雅富顿化工(苏州)有限公司润滑油研发项目环境影响报告社区公示》;中国化工信息网,《润英联张家港综合生产基地二期项目启动》;山西证券研究所

国内现有产能统计来看约有59万吨润滑油添加剂产能,全球润滑油添加剂需求量2022年为530万吨,国内润滑油添加剂需求量在90-100万吨左右。目前润滑油添加剂国内外市场需求每年都有一定的增量,同时国内供应链持续进行,国内生产量相较于需求量来说仍存在缺口。

图 23：2021-2026 预计中国主要单剂消费复合增速（%）



资料来源：《IHS MARKET Lubricating Oil Additives》，山西证券研究所

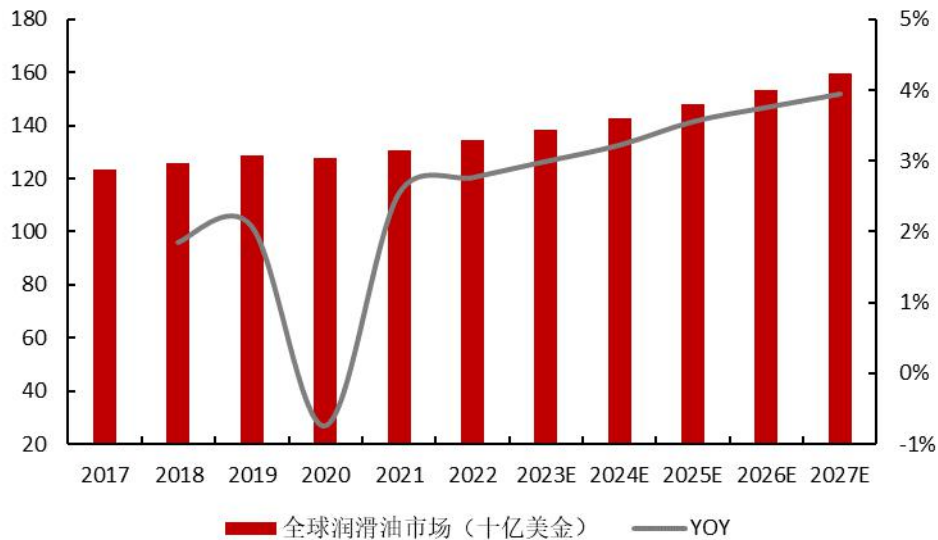
国内复合剂的市场份额主要被国外润滑油添加剂公司或其在国内设立的合资企业所占据，尤其是技术水平相对较高的高端复合剂产品。近些年，国内的民营润滑油添加剂企业，从生产中低端的复合剂产品开始，在保持自身性价比优势的同时不断加大研发投入，提升产品技术水平，以积极主动服务下游厂商的态度，从而不断扩大复合剂国内的市场份额，并在高端复合剂市场上有所突破。随着发动机润滑油中国标准开发创新联盟的设立，行业内将逐步推出符合中国发动机技术特点的润滑油标准体系和润滑油产品技术标准。此举将一定程度上打破外资润滑油添加剂产品的先发优势，增强国内润滑剂添加剂企业的竞争力。润滑油添加剂行业目前作为外资占据绝对控制地位的行业，未来存在较大的实现进口替代的市场空间。

3. 润滑油行业全球需求稳定增长，向头部企业集中

3.1 全球润滑油市场处于成熟阶段，需求稳定增长

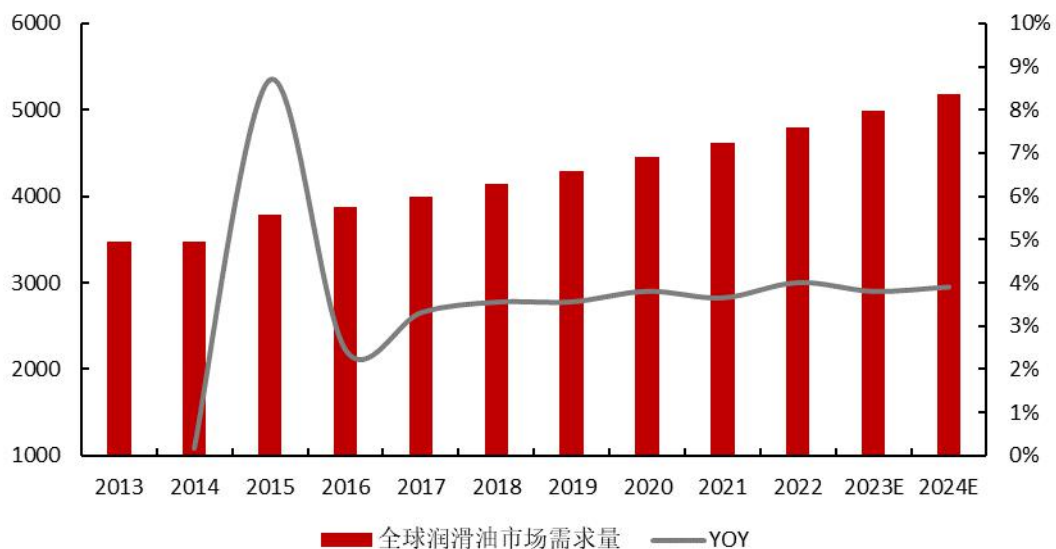
全球润滑油市场处于成熟阶段。根据《Global Lubricants Market 2023-2027》，2023 年全球润滑油市场规模预计为 1384.8 亿美元。预计全球润滑油市场规模将继续保持平稳增长的趋势，到 2027 年市场规模将接近 1600 亿美元。

图 24：全球润滑油市场规模（十亿美元）



资料来源：《Global Lubricants Market 2023-2027》，山西证券研究所

图 25：全球润滑油需求量稳步增长（万吨）



资料来源：iimedia research，山西证券研究所

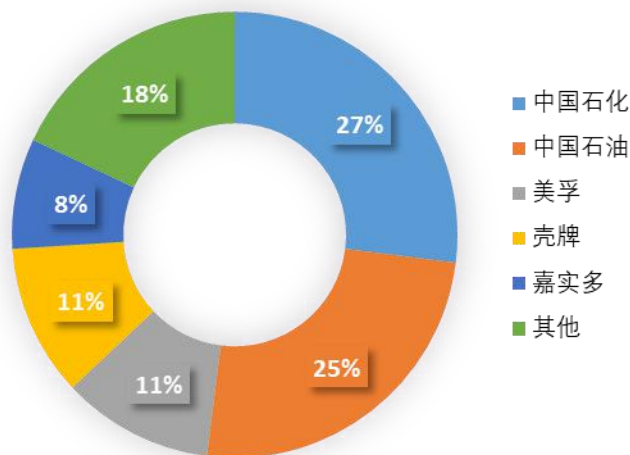
全球润滑油需求量基本保持稳定增长，未来发电行业和汽车行业对润滑油需求持续增大。根据 iimedia 数据显示，从 2013 年的 3472 万吨到 2019 年的 4290.3 万吨，全球润滑油市场需

求量逐年增长，预计到 2024 年将达到 5177.3 万吨。

随着全球汽车工业不断发展，汽车保有量不断上升，对润滑油的需求也持续增大，全球润滑油供给和需求量虽有所震荡，但是基本保持稳定增长，需求量逐渐升高，市场发展前景仍然可观。

我国的润滑油市场由大企业主导，小企业在细分领域占据一定优势。根据华经产业研究院资料，目前国内的润滑油企业一是以中国石化中国石油为代表的国有企业，主要占据 OEM、规模客户以及部分中高端消费市场；二是以壳牌、美孚为代表的外资和合资企业，主要占据车用油及部分中高端市场。三是以龙蟠科技、康普顿等为代表的民营企业，在中端及部分细分市场占据一定份额。

图 26：中国润滑油市场份额占比（%）

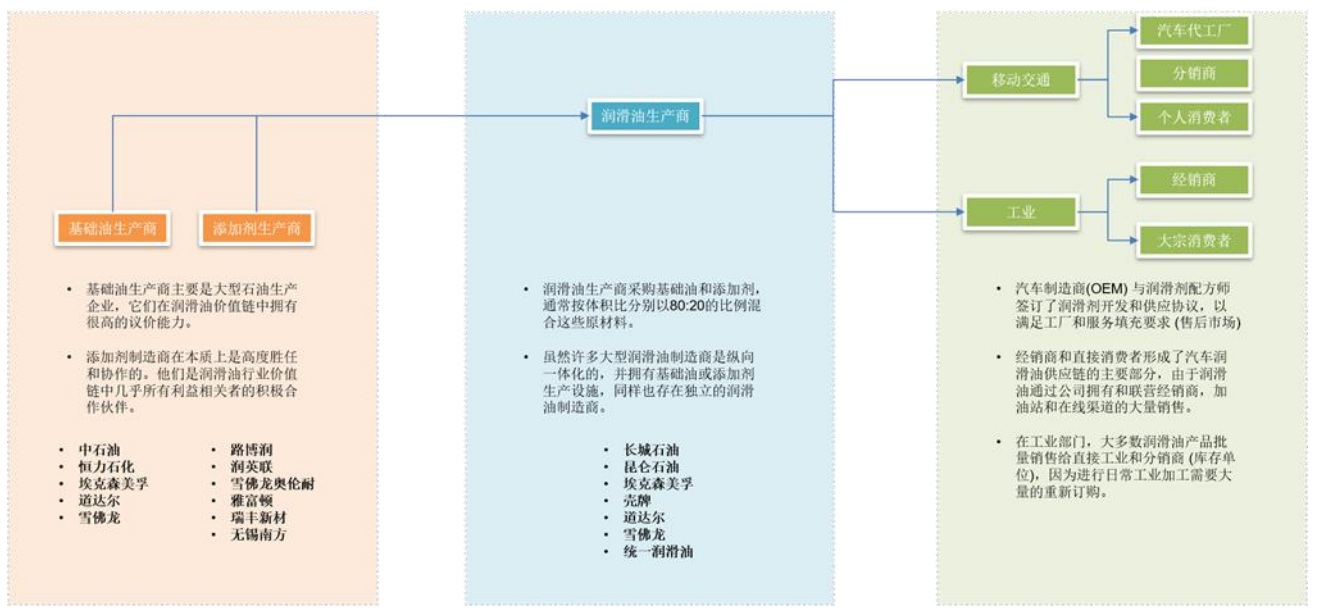


资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

3.2 润滑油高质量升级，海外润滑油市场明显复苏

润滑油广泛应用于国民经济的方方面面，车用发动机油只是其中的一部分，其他还有船用油、工业用油、机械加工用油等大量市场需求。

图 27：润滑油产业链



资料来源：公开资料，山西证券研究所整理

国六排放标准全面实施，发动机对润滑油的要求更高。自 23 年 7 月 1 日起，全国范围全面实施国六排放标准 6b 阶段，禁止生产、进口、销售不符合国六排放标准 6b 阶段的汽车。国六发动机对润滑油的要求，一是低粘度贡献着更低的燃油消耗和更好的启动性，在低温环境下，国六发动机需要更低的粘度指数，以保证发动机可以更顺畅地启动和运转。在高温状态下，润滑油的粘度也不能过高，否则会影响发动机的效率和动力输出。二是低挥发性确保润滑油不易挥发，如果润滑油挥发过快，会导致润滑油消失过快，增加了发动机磨损和燃油消耗。三是高洁净性带来更好的性能，国六发动机对润滑油的清洁度要求更高，因为润滑油中的杂质会影响发动机的工作效率和寿命。国六标准的出台在给汽车尾气后处理要求带来巨大变化的同时，也使得发动机油兼容性方面面临更大的挑战。届时汽/柴油颗粒物捕集器将在中国乘用车与商用车中得到普及，这就需要使用低灰分的润滑油，以防止颗粒捕集器长期堵塞而导致性能下降。

低灰分、低黏化、长换油、高性能是润滑油发展趋势。排放标准升级已成为润滑油行业技术不断迭代更新的重要推动力。为新一代发动机提供充足保护，柴油机润滑油的级别已从 API CF-4 升级到 API CI-4。而随着国六标准的全面实施，润滑油市场将不断向高端化、清洁化、智慧化方向发展，润滑油技术含量和服务品质也将不断提升。

表 4：国六标准较国五排放标准限值变化（g/km）

标准	一氧化碳 CO	碳氢化合物 THC	非甲烷总烃 NMHC	氮氧化物 Nox	氧化亚氮 N2O	PM 颗粒物质量	PN 颗粒数 (个/km)
国五标准	1.00	0.10	0.068	0.06	无此项	0.0045	6*10 ¹¹
国六标准（6a）	0.70	0.10	0.068	0.06	0.02	0.0045	6*10 ¹¹
国六标准（6b）	0.50	0.05	0.035	0.035	0.02	0.003	6*10 ¹¹
6a 对比国五	下降 30%	无变化	无变化	无变化	新增	无变化	无变化
6b 对比国五	下降 50%	下降 50%	下降 49%	下降 42%	新增	下降 33.33%	无变化

资料来源：霍氏养车百家号，山西证券研究所

在汽车工业的不断拉动下，全球润滑油市场保持稳定增长。从 17-21 年历史来看，全球车用润滑油占据润滑油市场较高比例。车用润滑油由 17 年 688.1 亿美元增长至 731.2 亿美元，增幅较大，而随着新能源汽车技术的不断更新升级，对润滑油的性能和质量要求也会不断提高，进一步促进了新能源汽车润滑油市场的发展。

表 5：2017-2021 润滑油细分应用市场空间（单位：十亿美元）

	2017	2018	2019	2020	2021
车用油	68.81	70.14	71.68	71.24	73.12
工业油	33.37	34.1	34.92	34.79	35.79
加工油	10.42	10.5	10.59	10.39	10.53
金属加工液	7.46	7.48	7.53	7.37	7.45
润滑脂	3.58	3.71	3.83	3.8	3.94
合计	123.64	125.93	128.55	127.59	130.83

资料来源：《Global LubricantsMarket2023-2027》，山西证券研究所

表 6：2017-2021 润滑油不同国家市场空间（单位：十亿美元）

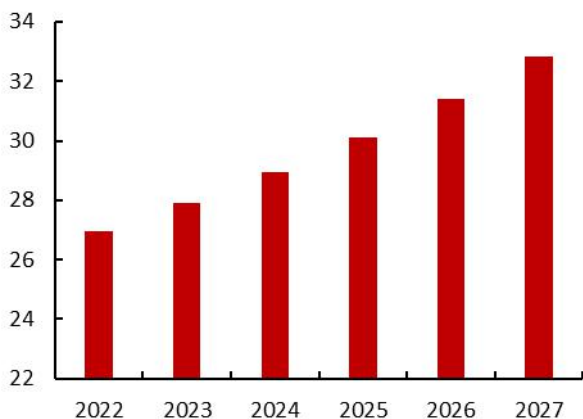
	2017	2018	2019	2020	2021
中国	23.35	23.69	24.1	23.84	24.36
美国	17.6	18	18.46	18.4	18.95
印度	7.99	8.08	8.19	8.07	8.21
日本	5.2	5.22	5.24	5.13	5.2
俄罗斯	3.45	3.58	3.73	3.71	3.89

资料来源：《Global LubricantsMarket2023-2027》，山西证券研究所

中国和美国是全球最大的润滑油消费市场。从需求角度来看，汽车制造是美国润滑油的最大应用领域，美国 2023 年新车销量达到 1560 万辆，同比增长 12%。根据《Global Lubricants

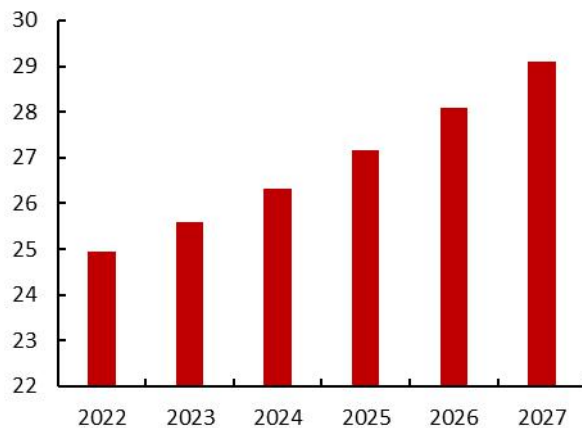
Market 2023-2027》，预计 2027 年北美润滑油市场为 328.1 亿美元。从国内市场来看，中国作为全球最大的汽车市场之一，汽车保有量不断增加，随着更多汽车上路，对车用润滑油的需求也持续增加。

图 28：北美润滑油市场（十亿美元）



资料来源：《Global LubricantsMarket2023-2027》，山西证券研究所

图 29：中国润滑油市场（十亿美元）



资料来源：《Global LubricantsMarket2023-2027》，山西证券研究所

机动车与工程机械设备的保有量预计稳步增长，保障润滑油长期需求量。我国机动车保有量常年位居世界前列，工程机械行业是润滑油另一个重要的消费市场。据公安部统计，2023 年全国机动车保有量达 4.35 亿辆，其中汽车 3.36 亿辆。受益于国家加大基础设施建设投资力度，工程机械行业平稳增长，未来工程机械行业将具有良好的发展机遇，保障润滑油长期需求量。

图 30：我国机动车保有量（辆）

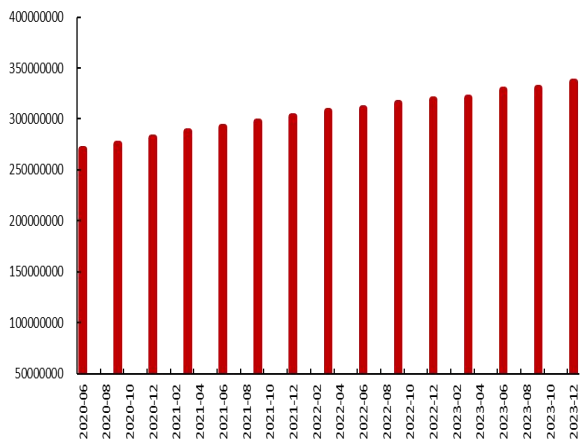
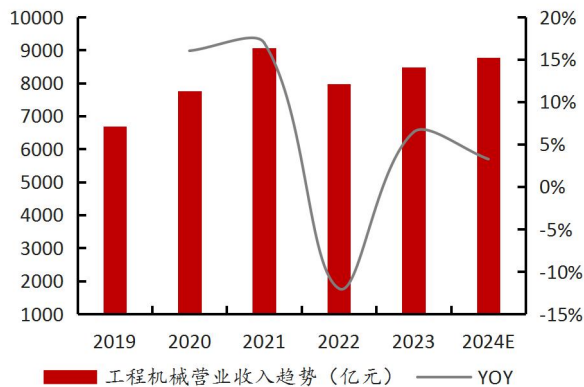


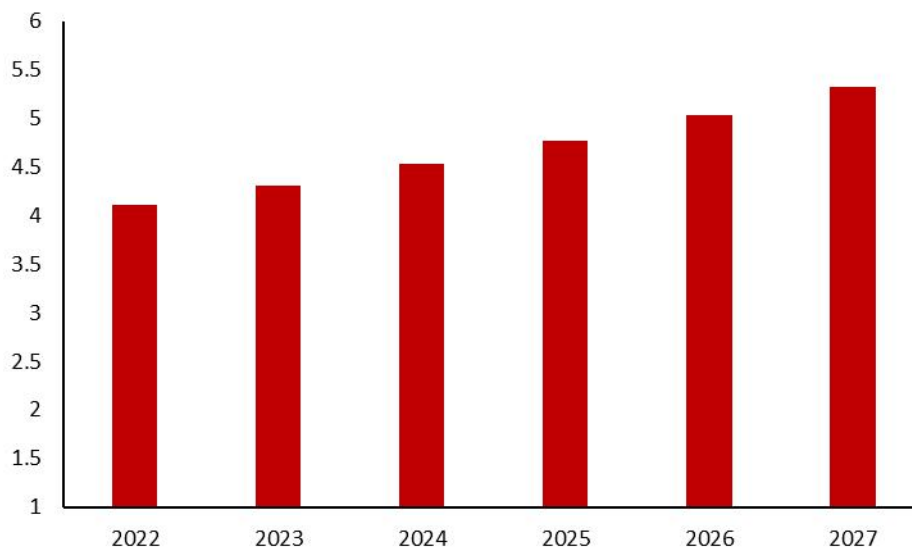
图 31：工程机械营业收入趋势（亿元）



资料来源：wind，公安部，山西证券研究所

资料来源：中商产业研究院，中国工程机械工业协会，《2024 年中国工程机械营业收入及销售结构预测分析（图）》，山西证券研究所

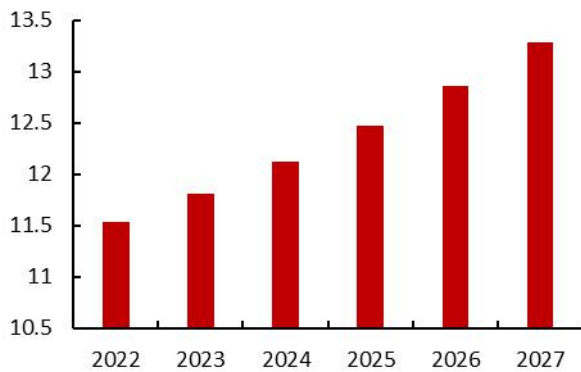
图 32：俄罗斯润滑油市场（十亿美元）



资料来源：《Global Lubricants Market 2023-2027》，山西证券研究所

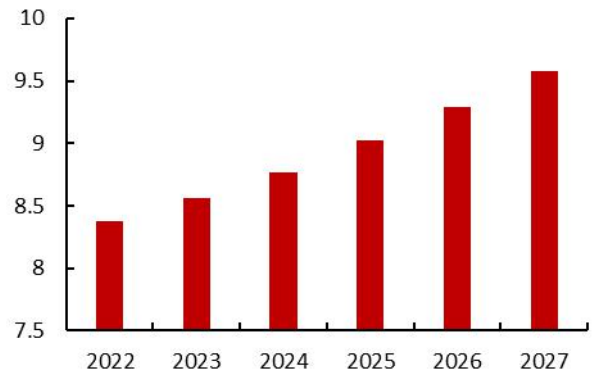
全球润滑油市场不断复苏。根据《Global Lubricants Market 2023-2027》，俄罗斯润滑油市场稳步增长，预计 2026 年市场规模将突破 50 亿美元。中东地区是重要的新车市场，中东润滑油市场由汽车行业主导。印度方面，根据中化新网引用咨询公司克莱恩公司发布的报告显示，2021 年，印度润滑油需求反弹至 280 万吨/年，该公司预计印度润滑油市场在 2026 年前将以年均 2% 的速度增长，届时需求将达到 300 万吨/年左右。

图 33：中东非洲润滑油市场（十亿美元）



资料来源：《Global Lubricants Market 2023-2027》，山西证券研究所

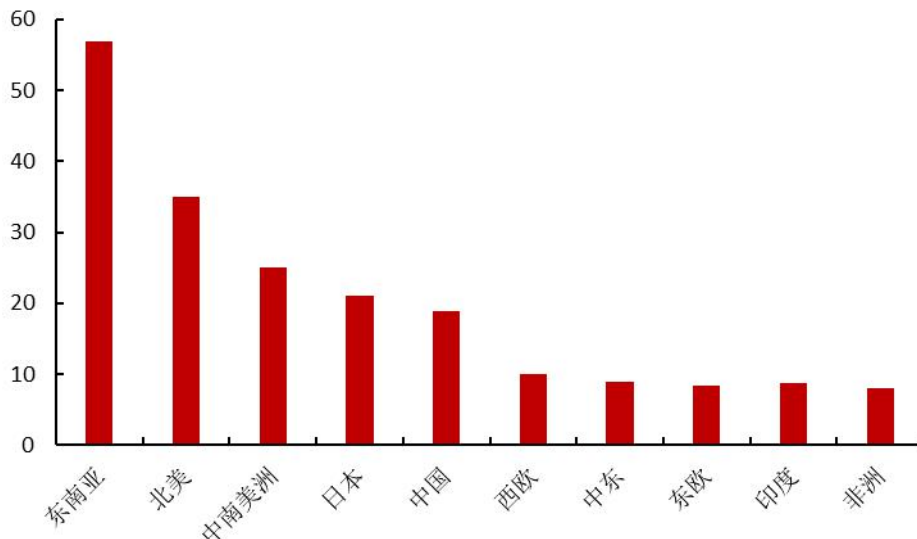
图 34：印度润滑油市场（十亿美元）



资料来源：《Global Lubricants Market 2023-2027》，山西证券研究所

3.3 工业油增长集中亚太地区，船用油市场潜力较大

图 35：2021 年全球船用润滑油添加剂消费量（单位：千公吨）



资料来源：《Lubricating Oil Additives》，山西证券研究所

亚太地区工业油需求增速较大。工业用油主要以液压油为主，此外，还包含齿轮用油、压缩机油、导热油和变压器油等。在工业企业，如钢铁、车船重工、车床仪器等制造业情况较为

明显，尤其是工程机械、汽车制造和航空航天等行业的蓬勃发展，对于液压系统的需求不断增加。根据中国报告大厅《液压油市场分析》，2019 年全球液压油市场规模已经超过 100 亿美元，预计在 2024 年达到 150 亿美元。此外，亚太地区是液压油市场的主要消费地区，占据全球份额 38%左右，随着中国、印度等国家在工业领域的迅速发展亚太地区的液压油市场增长潜力巨大。

大型化船舶的发展趋势推动船用润滑油市场。随着船舶的大型化，需要润滑的船舶设备越来越多，根据润滑设备的类型不同，船用润滑油主要分为船用气缸油、系统油、中速筒状活塞柴油机油以及其他油品。根据新思界产业研究中心发布的《2023-2028 年船用润滑油行业市场深度调研及投资前景预测分析报告》显示，随着全球贸易的不断发展，推升了船运需求的增长，船舶运行时间越久，需要的润滑油越多，同时随着造船技术的提升，船舶朝大型化发展，船舶设备越来越多、越来越复杂，对润滑需求越来越高，进而推动了全球船用润滑油市场规模的增长，2022 年，全球船用润滑油市场规模超过 400 亿元，市场空间较大。

4. 公司持续向复合剂转型，力争打破海外垄断

4.1 对标雅富顿，成长确定性高

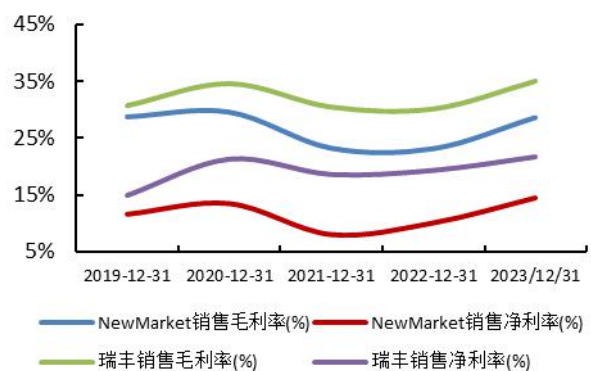
图 36：收入对比（亿人民币）



资料来源：wind，山西证券研究所

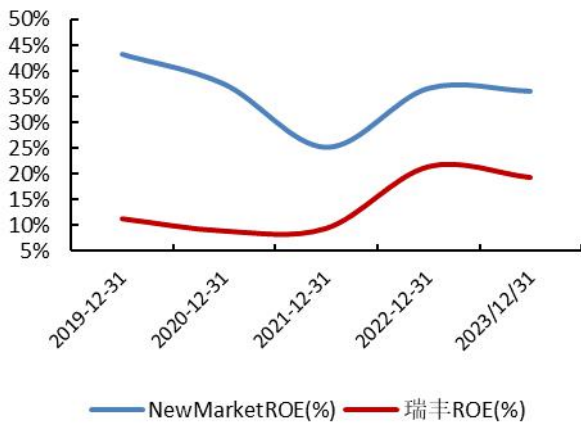
图 38：New Market ROE 高于瑞丰(%)

图 37：盈利对比 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：研发支出占比 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

2019-2023 年雅富顿收入自 21.9 亿美元增长至 23 年的 26.98 亿美元，复合增速为 5.35%；净利润由 2.54 亿美元增长至 23 年的 3.89 亿美元，复合增速达 11.24%；除销售规模增长之外，雅富顿盈利能力也呈提升态势。得益于产品价格提升，雅富顿盈利能力趋势向上，净利率由 19 年的 11.61% 提升至 23 年的 14.41%，毛利率微降至 28.63%。瑞丰新材毛利率由 19 年 30.71% 提升至 23 年 35%，净利率由 14.98% 提升至 21.63%，略高于雅富顿。

从 ROE 对比来看，公司 ROE 低于 New Market，New Marekt 从 19 年到 21 年 ROE 下降幅度较大，23 年瑞丰 ROE 略降至 19.36%；研发支出方面，瑞丰研发支出不断增长，New Market 研发有下降的趋势，但整体公司研发支出依然少于 New Market。

4.2 产品认证持续突破，引领全国行业标准

复合剂产品认证持续突破。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、抗磨液压油复合剂、齿轮油复合剂等配方工艺，其中 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。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。

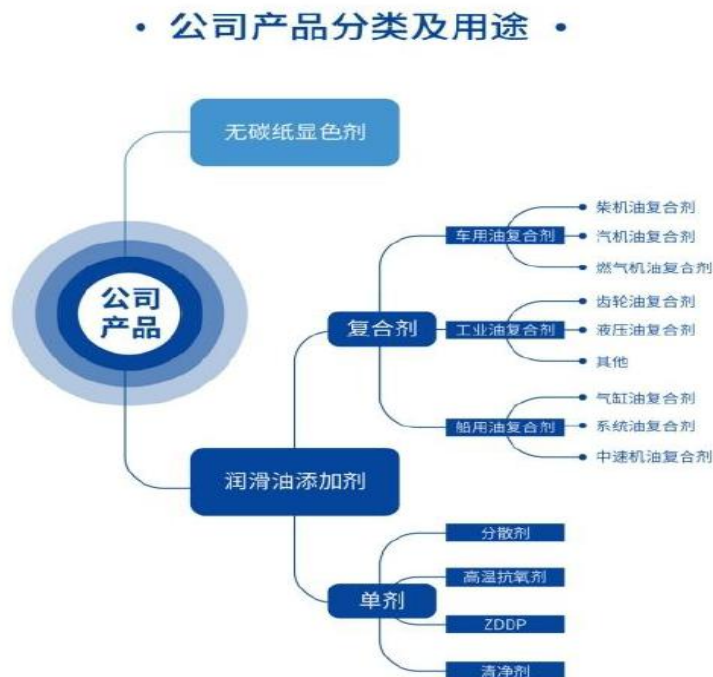
公司 API 认证有充分的准备，自建台架实验室保证产品质量。经过 20 余年的发展，公司在润滑油添加剂领域已经具有很好的积淀，对于 API 认证也做了充分的准备，首先复合剂配方全部采用公司自产单剂，单剂复合剂联合研发，保证质量的可控性；另外公司自建有台架实验室，所有配方先经过自有台架的反复试验打磨；同时公司还长期组织百余辆车辆进行实际路况

的行车实验；公司的复合剂有关指标在中石化、中石油已经通过其引进的 API 标准的台架实验。

4.3 以润滑油添加剂产品为主导，性价比优势突出

公司产品品类齐全，基本覆盖主流品种。公司具有完整的主流单剂自主生产能力，产品线覆盖清净剂、分散剂、ZDDP、高温抗氧化剂等多个系列，涵盖完整的主流添加剂单剂品种。润滑油添加剂单剂产品可以调配各领域所用的润滑油；复合剂产品涵盖柴油机油复合剂、汽油机油复合剂、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、抗磨液压油复合剂、齿轮油复合剂等。润滑油添加剂单剂产品质量稳定，性价比较高，在国外市场存在较大的需求潜力，同时在国内市场也已拥有较高的行业知名度和美誉度。单剂品类齐全，是进行复合剂配方研发、复合剂 API 认证的基础与前提条件，是以单剂向复合剂转型，进入主流市场的坚实基础，也是公司较国际四大之外其他公司的核心优势。

图 40：公司产品种类齐全



资料来源：瑞丰新材 2023 年年报，山西证券研究所

目前公司国内外市占率仍较低，成长空间大。国内民营企业市场份额较为分散，其产品主要突出性价比，销售单剂和中低端复合剂。随着研发能力进步，公司已成为国内领先的润滑油

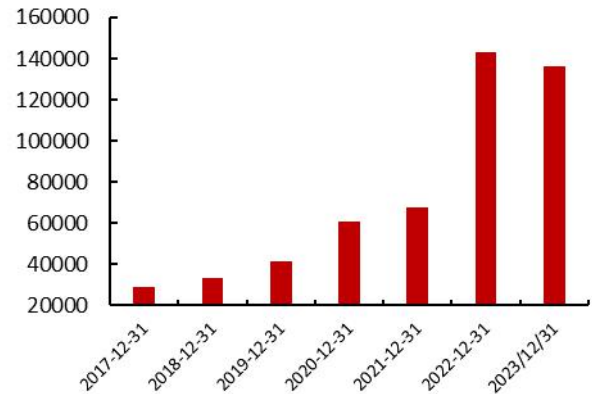
添加剂供应商，产品愈发多元化，公司产品的市占率呈提升态势。但当前公司市占率仍相对较低，考虑到公司技术国内领先、产品竞争力较强，成长空间广阔。

图 41：河南省出口价格低于中国进口价格（元/吨）



资料来源：海关数据，山西证券研究所

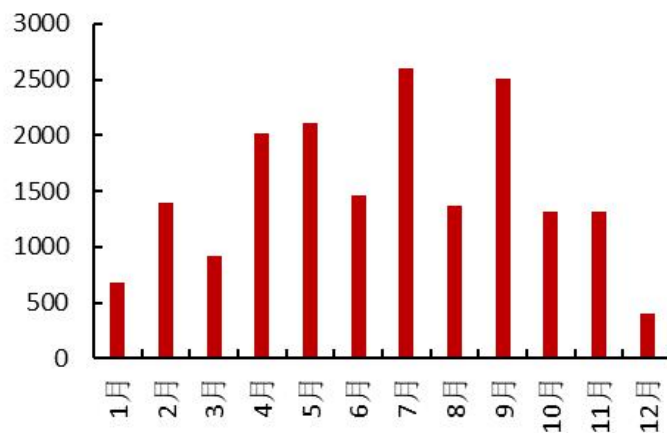
图 42：公司销量稳步增长（吨）



资料来源：瑞丰新材 2017-2023 年年报，山西证券研究所

海外逐渐贡献业绩增量。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。公司所在行业正处于国际供应链体系面临重建、国内进口替代加速的阶段，为公司带来较好的发展机遇和广阔的市场空间。

图 43：23 年河南省出口阿联酋润滑油添加剂（吨）



资料来源：海关数据，山西证券研究所

由单剂向复合剂转型，性价比优势突出。公司产线集中河南新乡，产品配套齐全，产业链完善。海外四大单剂生产主要集中在北美及欧洲当地，全球多地建造复合剂生产基地，进口单剂后混合成复合剂，公司润滑油添加剂单剂产品质量稳定，性价比较高，在国外市场存在较大的需求潜力，同时在国内市场也已拥有了较高的行业知名度和美誉度。单剂品类齐全，是进行复合剂配方研发、复合剂 API 认证的基础与前提条件，是以单剂向复合剂转型，进入主流市场的坚实基础，也是公司较国际四大之外其他公司的核心优势。

向清净剂上游关键原材料拓展，致力于核心原料自产化。目前公司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，填补国内空白，保证了公司酚盐类清净剂产品的市场竞争力，同时降低了成本；自主研发并建设的 α -烯烃的烷基化装置可以生产高品质的线性长链烷基苯，保证了磺酸盐类清净剂的产品质量；3,5-甲酯是高温抗氧化剂的重要原料，公司也已经具备自主制造能力。

公司润滑油添加剂主要原料包含石油下游基础油、烯烃、芳烃、磷系化合物、锌等，主要原材料受市场供需影响，国内大炼化企业产能过剩，磷资源丰富，原料供应充裕。五硫化二磷、四聚丙烯、 α -烯烃相比其他原材料市场需求较小，规模生产厂商也较少，其价格主要受市场供求的影响。

图 44：基础油价格（美元/吨）油价（美元/桶）走势



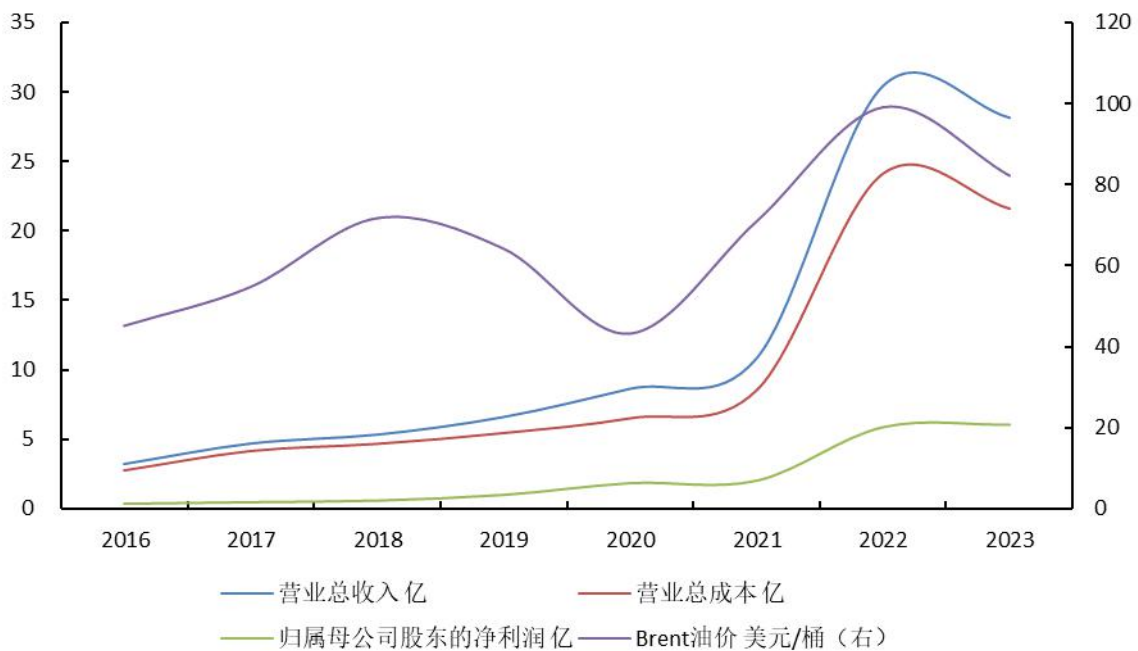
资料来源：wind，山西证券研究所

图 45：异丁烯价格（元/吨）油价（美元/桶）走势



资料来源：wind，山西证券研究所

图 46：公司业绩（亿元）与油价（美元/桶）走势对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司的原材料大多属于石油下游相关产品，会受到国际油价的影响，同时也一定程度受供需关系所影响，基础油、异丁烯等原料价格与原油的价格走势具有相关性，同时还受供求关系及供货来源的影响。基础油 23 年需求拖拽市场，受经济增速放缓、新能源快速发展、换油期延长、再生资源应用等因素干扰，导致今年需求较往年同期相比下滑明显，旺季不旺现状尤其突出，价格震荡下行。据百川盈孚，异丁烯市场价格上涨运作，国内异丁烯主流参考价格在 11400-11800 元/吨附近。

我们以 23 年营业收入 28.16 亿元和毛利率 35% 作为分析的基础数据，原材料占营业成本比例 87.83%，分别假设收入增长 -10%、0、10%，假设原材料涨幅 0、10%、20%、30%、40%、50%，原材料成本、收入变化对公司的毛利率有一定的影响。

表 7：原材料变动对公司成本和业绩的敏感性分析

原材料变化	收入不变(亿元)	成本(亿元)	毛利率(%)	原材料占营业成本	原材料(亿元)
0	28.16	18.30	35.01%	88%	16.10
10%	28.16	20.13	28.53%		17.71
20%	28.16	21.95	22.04%		19.32
30%	28.16	23.78	15.54%		20.93
40%	28.16	25.61	9.04%		22.54
50%	28.16	27.44	2.55%		24.15

原材料变化	收入增长 10%	成本	毛利率	原材料占营业成本	原材料
0	30.98	18.30	40.92%	88%	16.10
10%	30.98	20.13	35.03%		17.71
20%	30.98	21.95	29.12%		19.32
30%	30.98	23.78	23.22%		20.93
40%	30.98	25.61	17.31%		22.54
50%	30.98	27.44	11.41%		24.15
原材料变化	收入下滑 10%	成本	毛利率	原材料占营业成本	原材料
0	25.34	18.30	27.79%	88%	16.10
10%	25.34	20.13	20.59%		17.71
20%	25.34	21.95	13.37%		19.32
30%	25.34	23.78	6.15%		20.93
40%	25.34	25.61	-1.06%		22.54
50%	25.34	27.44	-8.28%		24.15
原材料变化	收入不变	成本	毛利率	原材料占营业成本	原材料
0	28.16	18.30	35.01%	88%	16.10
-10%	28.16	16.47	41.51%		14.49
-20%	28.16	14.64	48.01%		12.88
-30%	28.16	12.81	54.51%		11.27
-40%	28.16	10.98	61.01%		9.66
-50%	28.16	9.15	67.51%		8.05
原材料变化	收入增长 10%	成本	毛利率	原材料占营业成本	原材料
0	30.98	18.30	40.92%	88%	16.10
-10%	30.98	16.47	46.83%		14.49
-20%	30.98	14.64	52.74%		12.88
-30%	30.98	12.81	58.65%		11.27
-40%	30.98	10.98	64.55%		9.66
-50%	30.98	9.15	70.46%		8.05
原材料变化	收入下滑 10%	成本	毛利率	原材料占营业成本	原材料
0	25.34	18.30	27.79%	88%	16.10
-10%	25.34	16.47	35.01%		14.49
-20%	25.34	14.64	42.23%		12.88
-30%	25.34	12.81	49.46%		11.27
-40%	25.34	10.98	56.68%		9.66
-50%	25.34	9.15	63.90%		8.05

资料来源：山西证券研究所（注：根据公司 2023 年报，直接材料占营业成本比重 87.83%）

4.4 产能持续扩张，项目稳步推进

公司产能持续扩张，抢占国内外市场份额。随着产销规模的持续增长，公司持续加大投入，

扩建润滑油添加剂产品产能，公司单剂产能超过 20 万吨，稳居国内“第一阵营”。为了保障生产力以提高公司产品市场占有率，公司计划募集资金扩大生产能力，并优化产品结构，进一步巩固和扩大公司在润滑油添加剂领域的领先优势。产能扩建方面加快项目的建设速度，通过技术改造、扩建新建等，迅速提升公司产能规模，支持市场拓展。项目如期达产未来将形成超过 70 万吨的产能规模。

5. 盈利预测

公司单剂产能超过 20 万吨，后续润滑油添加剂项目如期达产未来将形成超过 70 万吨的产能规模，项目的布局有望给公司打开业绩天花板。

润滑油添加剂：单剂方面，结合历年的产销数据及国内外润滑油市场的不断发展，我们预计清洁剂、抗氧抗腐剂、分散剂、高温抗氧剂销量未来保持稳定增长，其中，清洁剂预计随着中东市场的需求爆发，销量有望快速增长；复合剂方面，公司不断转型复合剂，考虑到海外市场的不断拓展，预计复合剂保持快速增长。随着公司下游客户不断突破同时未来几年产能的逐步释放，预计 2024-2026 年润滑油添加剂销量分别为 16.1/20.4/20.31 万吨，对应收入分别为 32.2/36.72/38.59 亿元。

无碳显色剂：公司无碳纸显色剂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，市场需求较为稳定，我们预计 2024-2025 年收入分别为 0.59/0.59/0.59 亿元。

预计公司 2024-2026 年实现营收 32.54、37.31、39.18 亿元，同比增速分别为+15.6%、+14.7%、+5%；实现归母公司净利润 7.24/ 8.79/9.67 亿元，同比增速分别为+19.4%/+21.4%/+10%；对应 EPS 为 2.49/ 3.02/ 3.32 元，对应 5 月 7 日总市值 148 亿，PE 为 20.4/16.8/ 15.3 倍，维持“买入-B”评级。

公司所处润滑油添加剂行业，主要产品为润滑油添加剂产品，我们选取同属于精细化工行业且主要产品为润滑油的 A 股上市公司作为可比公司，因此将龙蟠科技、利安隆、康普顿和奥福环保四家作为可比公司。

表 8：可比公司对比

代码	公司名称	收盘价	EPS				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E
603906.SH	龙蟠科技	10.3	-2.18	0.62	1.29		-5.71	16.58	7.97		1.53

300596.SZ	利安隆	34.46	1.58	2.07	2.55	3.11	18.72	16.61	13.53	11.06	1.76
688021.SH	奥福环保	11.99	-0.1	0.79	1.35	1.54	-203.42	15.24	8.87	7.77	0.93
	均值						6.51	16.14	10.12	9.42	1.41
300910.SZ	瑞丰新材	50.83	2.08	2.49	3.02	3.32	24.4	20.4	16.8	15.3	3.8

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：收盘价为5月7日，可比公司采取wind一致预期）

6. 风险提示

1) 原材料价格波动风险：公司生产所需的原材料主要为原油的下游产品、副产品或者衍生品，主要包括基础油、异辛醇、五硫化二磷、苯乙烯、氧化锌等，若原材料价格受市场供需波动影响出现大幅波动，公司经营业绩将存在下滑或大幅波动的风险。

2) 海外市场开拓风险：由于公司目前经营规模及涉足行业的历史与国际几大厂商相比仍处于相对劣势，国外市场的拓展前景具有不确定性，如果国外市场销售不能持续增长或不能保持稳定，将会影响公司效益；

3) 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。

4) 国际汇率波动风险：公司出口占比较高，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，易受汇率波动影响。

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	3311	4348	5089
现金	827	1214	1820	2923	3407
应收票据及应收账款	207	236	385	283	384
预付账款	87	40	114	82	125
存货	532	424	513	569	668
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	4459	5579	6401
流动负债	633	525	504	757	624
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	386	308	389	514	478
其他流动负债	247	217	115	243	146
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	578	815	665
少数股东权益	14	22	25	28	32
股本	150	288	291	291	291
资本公积	1643	1636	1633	1633	1633
留存收益	945	1206	1934	2817	3788
归属母公司股东权益	2739	3132	3856	4736	5703
负债和股东权益	3396	3779	4459	5579	6401

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	502	1168	466
净利润	588	609	727	883	971
折旧摊销	43	56	60	72	84
财务费用	-54	-27	-39	-98	-189
投资损失	-3	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-26	-74	-248	319	-391
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	33	82	172
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.02	2.08	2.49	3.02	3.32
每股经营现金流(最新摊薄)	2.26	2.20	1.72	4.01	1.60
每股净资产(最新摊薄)	9.40	10.75	13.24	16.26	19.58

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3046	2816	3254	3731	3918
营业成本	2129	1830	2138	2468	2712
营业税金及附加	12	19	17	22	22
营业费用	76	67	81	75	71
管理费用	144	150	130	149	110
研发费用	104	118	112	123	102
财务费用	-54	-27	-39	-98	-189
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	841	1019	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	839	1017	1116
所得税	84	90	112	134	145
税后利润	588	609	727	883	971
少数股东损益	-0	3	3	4	4
归属母公司净利润	588	606	724	879	967
EBITDA	684	715	844	973	991

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	15.6	14.7	5.0
营业利润(%)	187.5	4.7	20.0	21.2	9.7
归属于母公司净利润(%)	192.5	3.1	19.4	21.4	10.0
获利能力					
毛利率(%)	30.1	35.0	34.3	33.9	30.8
净利率(%)	19.3	21.5	22.3	23.6	24.7
ROE(%)	21.4	19.3	18.7	18.5	16.9
ROIC(%)	20.4	17.8	17.2	16.3	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	16.5	13.0	14.6	10.4
流动比率	4.0	4.7	6.6	5.7	8.2
速动比率	3.0	3.6	5.2	4.8	6.8
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	25.2	24.4	20.4	16.8	15.3
P/B	5.4	4.7	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	19.2	18.6	15.0	11.9	11.2

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,本报告的任一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

