

分析师: 顾敏豪  
登记编码: S0730512100001  
gumh00@ccnew.com 021-50586308  
研究助理: 石临源  
登记编码: S0730123020007  
shily@ccnew.com 0371-86537085

## 复合剂销量稳步增长叠加产业链延伸, 上半年业绩显著增长

——瑞丰新材(300910)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

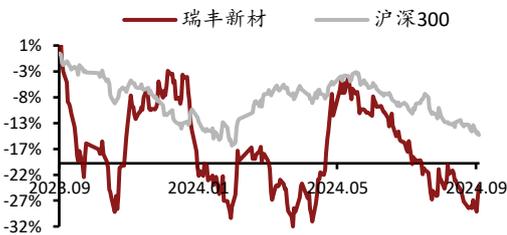
#### 市场数据(2024-09-04)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 39.40       |
| 一年内最高/最低(元) | 54.20/36.59 |
| 沪深 300 指数   | 3,252.16    |
| 市净率(倍)      | 3.90        |
| 流通市值(亿元)    | 80.62       |

#### 基础数据(2024-06-30)

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元)     | 10.11               |
| 每股经营现金流(元)   | 0.24                |
| 毛利率(%)       | 35.75               |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 10.81               |
| 资产负债率(%)     | 21.09               |
| 总股本/流通股(万股)  | 29,178.99/20,461.68 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/0.00           |

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

- 《瑞丰新材(300910)季报点评: 三季度盈利能力环比提升, 产能快速扩充》 2023-11-03  
《瑞丰新材(300910)公司点评报告: 上半年业绩亮眼, 未来成长空间广阔》 2023-09-14

联系人: 马嶽琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 09 月 05 日

**事件:** 公司公布 2024 年半年度报告, 上半年实现营业收入 15.00 亿元, 同比增长 12.12%。实现归属母公司股东的净利润 3.19 亿元, 同比增长 27.59%, 扣非后的归母净利润 3.10 亿元, 同比增长 33.73%, 基本每股收益 1.11 元。

#### 投资要点:

- **上半年业绩表现亮眼, 复合剂占比稳步提高。**上半年公司实现营业收入 15 亿元, 同比增长 12.12%; 实现扣非后的归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 33.73%; 毛利率/净利率分别为 35.75%/21.34%, 同比+3.11/+2.59pct; 期间费用率合计 10.74%, 同比-1.31pct。单看二季度, 公司实现营业收入 7.86 亿元, 同比增长 10.11%, 环比增长 10.14%; 扣非后的净利润 1.64 亿元, 同比增长 13.96%, 环比增长 11.96%; 毛利率/净利率分别为 35.97%/21.19%, 同比+2.03/-0.27pct, 环比+0.47/-0.37 pct。我们认为公司上半年业绩同比显著增长是高毛利率的复合剂销量稳步增加叠加公司成本控制得当所致。
- **河南省润滑油添加剂二季度同环比均有所提升。**根据海关总署数据, 2024 年上半年出口 11.98 万吨, 同比增长 18.27%; 出口单价 20190.76 元/吨, 同比下降 12.59%。其中河南出口 4.83 万吨, 同比下滑 8.51%; 出口单价 20471.34 元/吨, 同比下滑 11.37%。单看二季度, 全国润滑剂出口 6.68 万吨, 同比增长 36.09%, 环比增长 26.08%; 河南润滑油添加剂出口 2.69 万吨, 同比增长 3.06%, 环比增长 25.91%。截至 2023 年底, 公司主要产能位于河南省新乡市, 且公司 70% 润滑油产品用于出口, 二季度河南省润滑油添加剂出口量的显著增长也从侧面反映下游高库存状态得到缓解, 公司产品出货得到恢复。
- **公司产能快速扩充, 积极抢占全球市场份额。**公司现有润滑油添加剂单剂产能超过 20 万吨/年, 在建产能 55 万吨/年。截至 2024 年上半年, 公司年产 15 万吨润滑油添加剂项目进度达 79%, 年产 46 万吨润滑油添加剂项目达 12%。到 2025 年年底募投项目达产后, 公司新乡基地产能将超过 70 万吨/年。未来随着公司募投项目积极推进, 产能不断提升, 公司在全球润滑油添加剂市场份额将进一步提升, 公司业绩有望迎来较大增长。
- **产品种类齐全, 关键原材料领域向上拓展产业链。**单剂方面, 公司产品线覆盖清净剂、分散剂、ZDDP、高温抗氧剂等多个系列, 涵盖了主流添加剂单剂品种。复合剂方面, 公司掌握多种柴油、汽油、天然气发动机机油配方工艺, 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。公司单剂品类齐全，为复合剂配方研发提供了良好基础。随着公司复合剂种类不断丰富，可更好满足客户需求，并增厚利润。原材料方面，公司投资设立瑞丰宏泰、濮阳瑞丰子公司向上游拓展，目前公司具备十二烷基酚、线性长链烷基苯、3-5-甲酯等重要原材料生产能力。同时公司通过自产部分关键原材料可保证原材料的供应安全、质量稳定，降低生产成本，提升竞争能力。

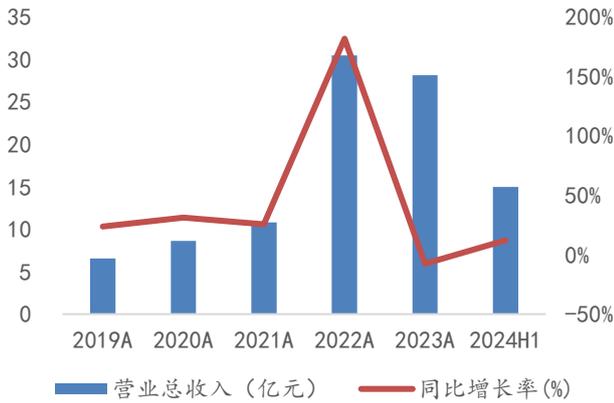
- **盈利能力与投资建议：**公司是国内润滑油添加剂领域龙头企业之一，考虑到润滑油添加剂市场空间广阔，技术壁垒高，我们维持公司评级为“增持”，预计公司 2024-2026 年营业收入为 32.49/40.52/44.51 亿元，净利润为 6.84/8.46/9.52 亿元，对应的 EPS 为 2.34/2.90/3.26 元，对应的 PE 为 15.79/12.77/11.35 倍。

**风险提示：**原材料价格大幅波动，项目建设不及预期，行业竞争加剧，下游需求不及预期，地缘政治因素扰动。

|           | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,046  | 2,816 | 3,249 | 4,052 | 4,451 |
| 增长比率(%)   | 181.77 | -7.57 | 15.38 | 24.71 | 9.86  |
| 净利润(百万元)  | 588    | 606   | 684   | 846   | 952   |
| 增长比率(%)   | 192.53 | 3.12  | 12.81 | 23.69 | 12.44 |
| 每股收益(元)   | 2.02   | 2.08  | 2.34  | 2.90  | 3.26  |
| 市盈率(倍)    | 18.37  | 17.82 | 15.79 | 12.77 | 11.35 |

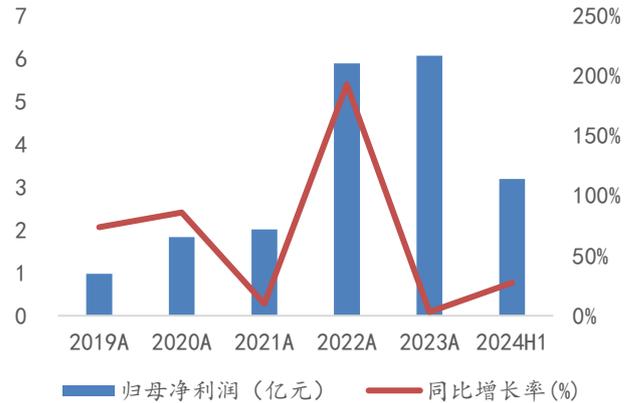
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司 2019-2024H1 营业总收入和同比增长率



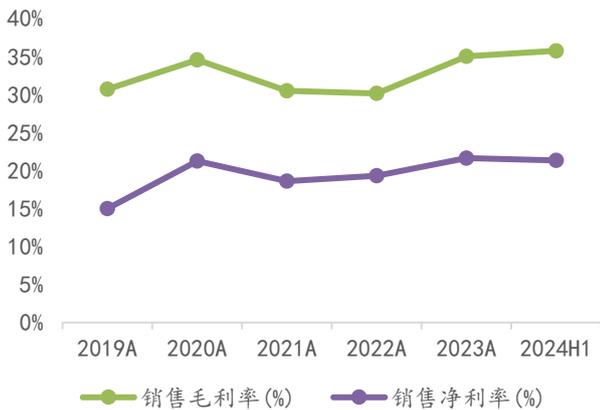
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司 2019-2024H1 归母净利润和同比增长率



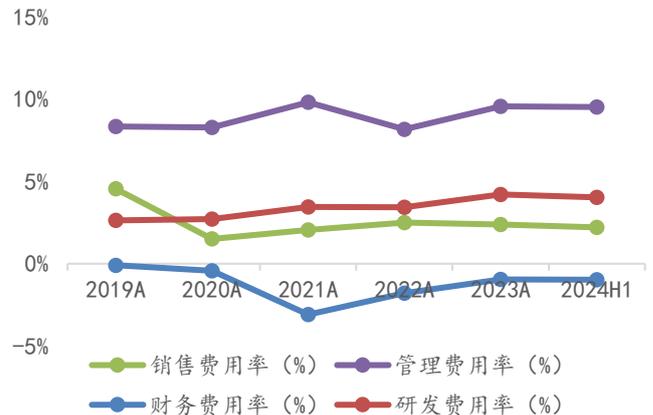
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司 2019-2024H1 销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司 2019-2024H1 各项费用率



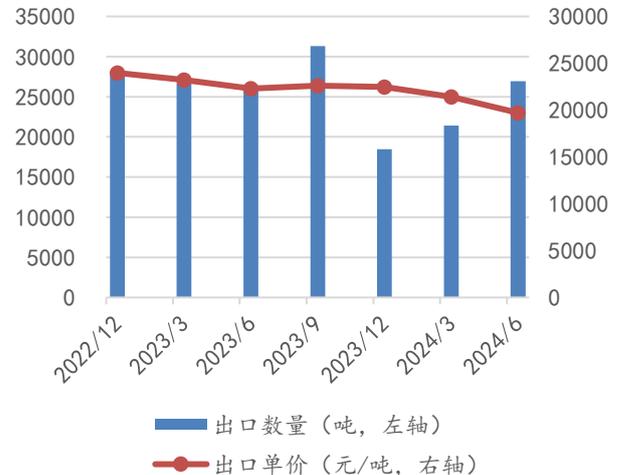
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：全国润滑油添加剂每季度出口数量和单价



资料来源：海关总署，中原证券研究所

图 6：河南省润滑油添加剂每季度出口数量和单价



资料来源：海关总署，中原证券研究所

## 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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>2,558</b> | <b>2,492</b> | <b>2,812</b> | <b>3,170</b> | <b>3,576</b> |
| 现金             | 827          | 1,214        | 1,167        | 1,273        | 1,548        |
| 应收票据及应收账款      | 207          | 236          | 438          | 533          | 572          |
| 其他应收款          | 2            | 1            | 2            | 2            | 3            |
| 预付账款           | 87           | 40           | 85           | 105          | 114          |
| 存货             | 532          | 424          | 556          | 660          | 717          |
| 其他流动资产         | 903          | 577          | 565          | 596          | 622          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>838</b>   | <b>1,287</b> | <b>1,498</b> | <b>1,713</b> | <b>1,885</b> |
| 长期投资           | 0            | 100          | 150          | 208          | 270          |
| 固定资产           | 330          | 476          | 593          | 697          | 789          |
| 无形资产           | 128          | 144          | 170          | 198          | 223          |
| 其他非流动资产        | 380          | 568          | 585          | 610          | 602          |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,397</b> | <b>3,779</b> | <b>4,310</b> | <b>4,883</b> | <b>5,460</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>633</b>   | <b>525</b>   | <b>655</b>   | <b>800</b>   | <b>863</b>   |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据及应付账款      | 386          | 308          | 410          | 491          | 530          |
| 其他流动负债         | 247          | 217          | 245          | 310          | 334          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>11</b>    | <b>101</b>   | <b>105</b>   | <b>105</b>   | <b>105</b>   |
| 长期借款           | 0            | 89           | 89           | 89           | 89           |
| 其他非流动负债        | 11           | 12           | 16           | 16           | 16           |
| <b>负债合计</b>    | <b>644</b>   | <b>625</b>   | <b>760</b>   | <b>905</b>   | <b>968</b>   |
| 少数股东权益         | 14           | 22           | 23           | 25           | 27           |
| 股本             | 150          | 288          | 292          | 292          | 292          |
| 资本公积           | 1,643        | 1,636        | 1,726        | 1,726        | 1,726        |
| 留存收益           | 945          | 1,206        | 1,507        | 1,933        | 2,445        |
| 归属母公司股东权益      | 2,739        | 3,132        | 3,527        | 3,953        | 4,465        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,397</b> | <b>3,779</b> | <b>4,310</b> | <b>4,883</b> | <b>5,460</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A       | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>658</b>  | <b>640</b>  | <b>526</b>  | <b>837</b>  | <b>1,005</b> |
| 净利润            | 588         | 609         | 686         | 848         | 954          |
| 折旧摊销           | 44          | 59          | 83          | 100         | 118          |
| 财务费用           | -1          | -3          | 0           | 0           | 0            |
| 投资损失           | -3          | -7          | -4          | -5          | 0            |
| 营运资金变动         | 63          | -8          | -246        | -107        | -67          |
| 其他经营现金流        | -33         | -10         | 8           | 0           | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-932</b> | <b>-32</b>  | <b>-298</b> | <b>-311</b> | <b>-290</b>  |
| 资本支出           | -215        | -390        | -227        | -243        | -215         |
| 长期投资           | -90         | -100        | -65         | -73         | -75          |
| 其他投资现金流        | -628        | 458         | -6          | 5           | 0            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-109</b> | <b>-188</b> | <b>-282</b> | <b>-420</b> | <b>-440</b>  |
| 短期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 长期借款           | 0           | 89          | 0           | 0           | 0            |
| 普通股增加          | 0           | 138         | 4           | 0           | 0            |
| 资本公积增加         | 112         | -7          | 90          | 0           | 0            |
| 其他筹资现金流        | -221        | -409        | -376        | -420        | -440         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-381</b> | <b>422</b>  | <b>-47</b>  | <b>106</b>  | <b>275</b>   |

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>3,046</b> | <b>2,816</b> | <b>3,249</b> | <b>4,052</b> | <b>4,451</b> |
| 营业成本            | 2,129        | 1,830        | 2,113        | 2,635        | 2,850        |
| 营业税金及附加         | 12           | 19           | 18           | 23           | 25           |
| 营业费用            | 76           | 67           | 77           | 97           | 106          |
| 管理费用            | 144          | 150          | 172          | 212          | 234          |
| 研发费用            | 104          | 118          | 130          | 161          | 179          |
| 财务费用            | -54          | -27          | -36          | -35          | -38          |
| 资产减值损失          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益            | 4            | 14           | 7            | 8            | 0            |
| 公允价值变动收益        | 34           | 26           | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 3            | 7            | 4            | 5            | 0            |
| 资产处置收益          | 0            | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>669</b>   | <b>701</b>   | <b>786</b>   | <b>973</b>   | <b>1,094</b> |
| 营业外收入           | 5            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外支出           | 1            | 2            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>     | <b>672</b>   | <b>699</b>   | <b>786</b>   | <b>973</b>   | <b>1,094</b> |
| 所得税             | 84           | 90           | 101          | 124          | 140          |
| <b>净利润</b>      | <b>588</b>   | <b>609</b>   | <b>686</b>   | <b>848</b>   | <b>954</b>   |
| 少数股东损益          | 0            | 3            | 1            | 2            | 2            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>588</b>   | <b>606</b>   | <b>684</b>   | <b>846</b>   | <b>952</b>   |
| EBITDA          | 622          | 700          | 833          | 1,038        | 1,174        |
| EPS (元)         | 2.02         | 2.08         | 2.34         | 2.90         | 3.26         |

主要财务比率

| 会计年度            | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 181.77 | -7.57 | 15.38 | 24.71 | 9.86  |
| 营业利润 (%)        | 187.51 | 4.72  | 12.21 | 23.72 | 12.49 |
| 归属母公司净利润 (%)    | 192.53 | 3.12  | 12.81 | 23.69 | 12.44 |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 30.13  | 35.00 | 34.97 | 34.97 | 35.97 |
| 净利率 (%)         | 19.31  | 21.54 | 21.06 | 20.89 | 21.38 |
| ROE (%)         | 21.47  | 19.36 | 19.40 | 21.41 | 21.31 |
| ROIC (%)        | 18.34  | 17.20 | 17.90 | 20.04 | 20.04 |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 18.96  | 16.55 | 17.64 | 18.54 | 17.74 |
| 净负债比率 (%)       | 23.39  | 19.83 | 21.42 | 22.76 | 21.56 |
| 流动比率            | 4.04   | 4.75  | 4.29  | 3.96  | 4.14  |
| 速动比率            | 3.06   | 3.84  | 3.30  | 2.99  | 3.17  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.04   | 0.78  | 0.80  | 0.88  | 0.86  |
| 应收账款周转率         | 16.48  | 12.95 | 9.94  | 8.60  | 8.29  |
| 应付账款周转率         | 25.98  | 18.45 | 20.07 | 20.59 | 19.55 |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 2.02   | 2.08  | 2.34  | 2.90  | 3.26  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 2.26   | 2.19  | 1.80  | 2.87  | 3.45  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 9.39   | 10.73 | 12.09 | 13.55 | 15.30 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 18.37  | 17.82 | 15.79 | 12.77 | 11.35 |
| P/B             | 3.94   | 3.45  | 3.06  | 2.73  | 2.42  |
| EV/EBITDA       | 28.40  | 17.32 | 11.70 | 9.28  | 7.97  |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。