

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

把握国产替代机遇, 国内润滑油添加剂龙头企业迈向海外

——瑞丰新材(300910)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

增持(维持)

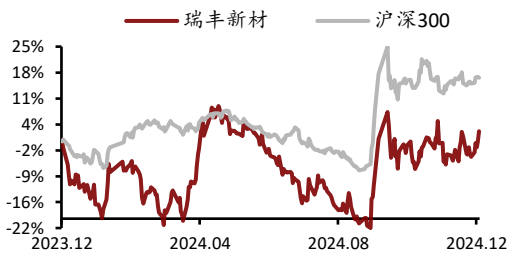
市场数据(2024-12-27)

收盘价(元)	46.67
一年内最高/最低(元)	51.00/35.25
沪深 300 指数	3,981.03
市净率(倍)	4.35
流通市值(亿元)	95.47

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	10.74
每股经营现金流(元)	0.88
毛利率(%)	36.08
净资产收益率_摊薄(%)	15.96
资产负债率(%)	21.21
总股本/流通股(万股)	29,178.99/20,456.19
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)公司点评报告: 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》 2024-09-05

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2024 年 12 月 30 日

投资要点:

- 润滑油添加剂龙头企业, 拥有技术和产能优势。**公司是润滑油添加剂行业 A 股首家上市公司。公司生产品类齐全, 涵盖了完整的主流添加剂品种。目前公司润滑油添加剂年产能超过 20 万吨, 在建产能 55 万吨, 产能稳居国内第一梯队。公司掌握 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及其他主流复合油配方工艺。同时公司不断探索核心原材料自产化, 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, 有效降低了生产成本。凭借技术、产品、产能和成本优势, 公司成为国内领先的润滑油添加剂供应商, 并在国际市场逐步树立影响力。
- 全球润滑油添加剂市场规模逾千亿, 国产替代空间广阔。**根据全球克莱恩 (Kline&Co) 及上海市润滑油行业协会的预计, 2023 年全球润滑油添加剂市场规模将增加至 195 亿美元。中国是全球润滑油添加剂第二大市场, 占比约为 16.6%。由于润滑油行业壁垒较高, 目前国际四大润滑油添加剂公司控制 85% 左右市场份额。随着技术水平不断提高和生产规模不断扩大, 国内生产厂商从生产中低端的复合剂产品开始逐步进行国产替代, 并在高端复合剂方面有所突破。
- 润滑油添加剂认证严格, 公司持续推动 API 认证。**API 认证是全球广泛认可和应用的认证标准之一。API 认证周期较长、价格昂贵、技术积累要求高。公司 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, 复合汽油机油最新规格 ILSAC GF-7 的润滑油添加剂产品已完成开发。台架实验持续通过和高端产品成功研发显示公司技术实力雄厚, 为公司进一步向复合剂中高端产品转型迈出重要一步, 为公司海外市场的进一步开拓奠定良好基础。
- 投资建议:**考虑到行业基本情况和公司的成长性, 预计 2024-2026 年公司可实现营业收入 32.99/38.67/44.32 亿元, 归母净利润分别为 7.07/8.33/10.21 亿元, 当前股价对应的 PE 为 18.48/15.68/12.80 倍。根据润滑油添加剂行业相关上市公司平均市盈率情况, 考虑到公司抓住行业处于国际供应链体系面临重建、国内进口替代加速的机遇, 积极提高市场占有率, 未来成长空间广阔, 因此我们维持“增持评级”。

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; 海外市场拓展风险; 国际政策变化风险; 汇率风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,046	2,816	3,299	3,867	4,432
增长比率(%)	181.77	-7.57	17.17	17.22	14.59
净利润(百万元)	588	606	707	833	1,021
增长比率(%)	192.53	3.12	16.58	17.86	22.49
每股收益(元)	2.02	2.08	2.42	2.86	3.50
市盈率(倍)	22.22	21.54	18.48	15.68	12.80

资料来源：中原证券研究所，聚源

内容目录

1. 润滑油添加剂头部生产企业	5
1.1. 国内领先的润滑油添加剂生产商	5
1.2. 润滑油添加剂是主导产品，公司业绩稳步增长	6
2. 润滑油市场空间大	8
2.1. 润滑油添加剂是润滑油重要组成部分，种类丰富应用领域宽广	8
2.2. 全球润滑油添加剂市场规模逾千亿元，中国是第二大市场	10
2.3. 国际四大公司控制 85% 市场份额，国产替代打开成长空间	13
3. 公司不断推进 API 认证，持续向复合剂转型	17
3.1. 润滑油行业壁垒高，认证标准严格	17
3.2. 公司积极布局台架试验，产品认证持续突破	19
3.3. 公司产品种类丰富，产能快速扩充	20
4. 盈利预测+投资建议	21
4.1. 盈利假设	21
4.2. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 瑞丰新材发展历程	5
图 2: 瑞丰新材股权架构及部分子公司	6
图 3: 2018-2024 年公司营业收入及同比增速	7
图 4: 2018-2024 年公司归母净利润及同比增速	7
图 5: 2018-2024 年公司分产品营业收入 (亿元)	7
图 6: 2018-2024 年公司分地区营业收入 (亿元)	7
图 7: 2018-2024 年公司销售毛利率和净利率	8
图 8: 2018-2024 年公司研发费用及占比	8
图 9: 润滑油添加剂的应用路径及领域	8
图 10: 润滑油添加剂产业链	10
图 11: 全球润滑剂市场需求量及增速	10
图 12: 全球润滑剂市场规模及增速	10
图 13: 全球润滑油添加需求量按功能分布情况	11
图 14: 全球添加剂在润滑油中的应用分布情况	11
图 15: 2015-2022 年中国润滑添加剂供需统计	12
图 16: 2014-2023 年中国机动车保有量	12
图 17: 2017-2023 年中国工程机械保有量	12
图 18: 主要润滑油添加剂公司全球市场份额	13
图 19: 2015-2023 年中国润滑添加剂进出口统计	16
图 20: 2023 年中国润滑油添加剂分地区出口量	16
图 21: 全球添加剂区域分布情况	17
图 22: 主要润滑油认证标准	17
图 23: API 汽油发动机机油标号的含义	18
图 24: API 认证标准发展历程	18
图 25: 汽油机测试台架	19
图 26: 柴油机测试台架	19
图 27: 瑞丰新材公司产品种类	20
图 28: 公司 PE Band	22

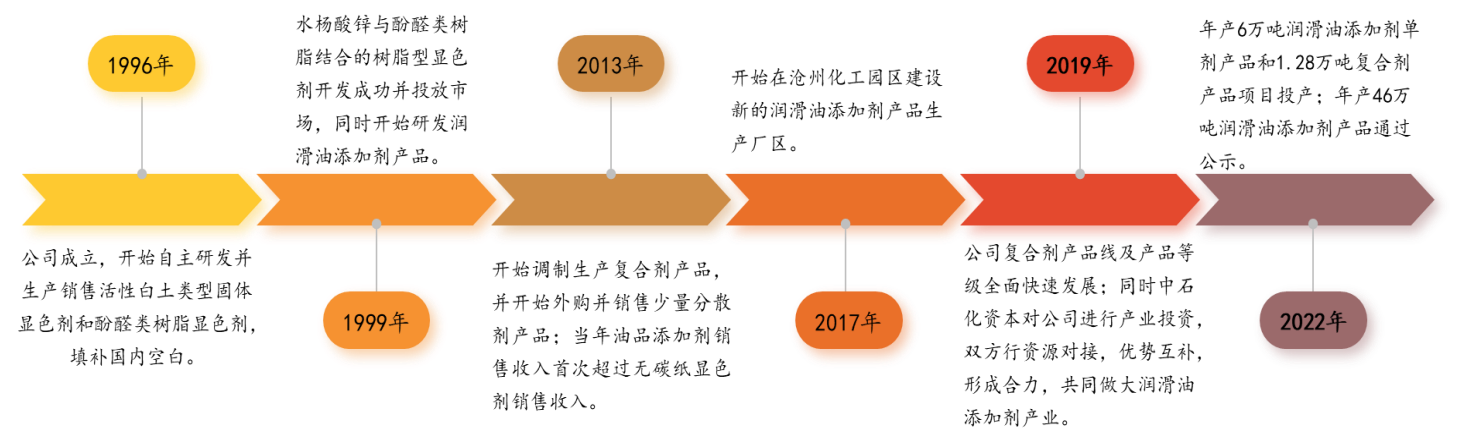
图 29: 公司 PB Band	22
表 1: 公司主要产品及其产能.....	5
表 2: 润滑油添加剂种类与作用	9
表 3: 国五与国六汽车排放标准对比.....	13
表 4: 国外四大润滑油添加剂厂商产品覆盖领域及优势.....	14
表 5: 国外其他主要润滑油添加剂厂商产品覆盖领域及优势	15
表 6: 我国主要润滑油添加剂生产企业产能统计.....	16
表 7: API 标准认证流程.....	19
表 8: 公司主营业务盈利预测假设	22
表 9: 可比上市公司估值.....	22

1. 润滑油添加剂头部生产企业

1.1. 国内领先的润滑油添加剂生产商

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。瑞丰新材成立于1996年，开始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；1999年，公司开始研发润滑油添加剂产品，此后相继研发了清净剂、抗氧剂和分散剂产品。2013年，公司开始调制生产复合剂产品，公司油品添加剂销售收入首次超过无碳纸显色剂销售收入；2017年，公司建设沧州润滑油添加剂产品生产厂区；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年公司在深交所创业板上市，是润滑油添加剂行业首家上市公司。凭借较完善的生产设备和生产技术工艺以及完整的业务技术体系，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 1：瑞丰新材发展历程



资料来源：公司招股说明书，中原证券研究所

公司产品主要为润滑油添加剂、无碳纸显色剂等精细化工品。其中，润滑油添加剂为公司主导产品。根据公司公告，截至2023年底公司润滑油单剂产能超过20万吨，在建产能55万吨，具有显著的产能规模优势。公司生产的润滑油添加剂广泛应用于汽车、航空航天、铁路机车、船舶、工业润滑等领域。无碳纸显色剂方面，公司现有产能1万吨，主要应用于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。

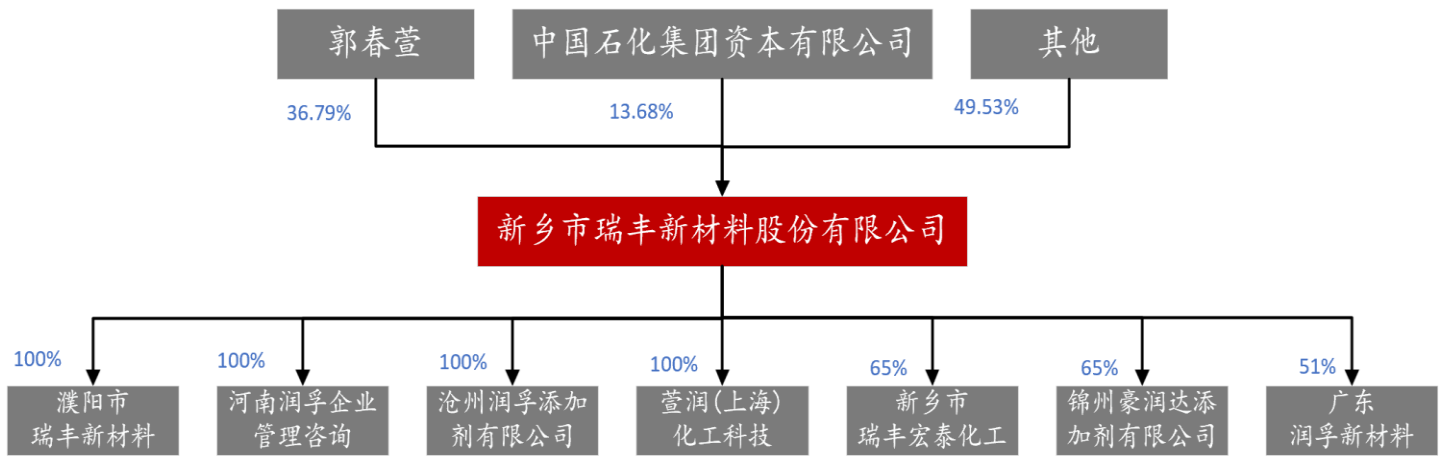
表 1：公司主要产品及其产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
润滑油添加剂（单剂）	20 万吨	68%	55 万吨
无碳纸显色剂	1 万吨	50%	/

资料来源：瑞丰新材 2023 年年报，中原证券研究所

股权结构稳定，引入中石化资本深度合作互利共赢。截至 2024 年 10 月，郭春莹直接持有公司 36.79% 的股份，是公司的第一大股东和实际控制人。中石化资本是公司的第二大股东，持股比例为 13.68%。2019 年 9 月，中石化通过子公司中石化资本以 3.4 亿元对公司进行股权投资，双方开启深度资本合作。公司自 2003 年起即与中石化体系内客户开展润滑油添加剂合作，并成为中石化稳定的润滑油添加剂产品的重要供应商之一，双方的合作比较良好，存在比较高的互信度。引入中石化资本开展深度资本合作，有利于双方充分发挥各自的优势，进行资源对接，共同做大做强润滑油添加剂产业。

图 2：瑞丰新材股权架构及部分子公司



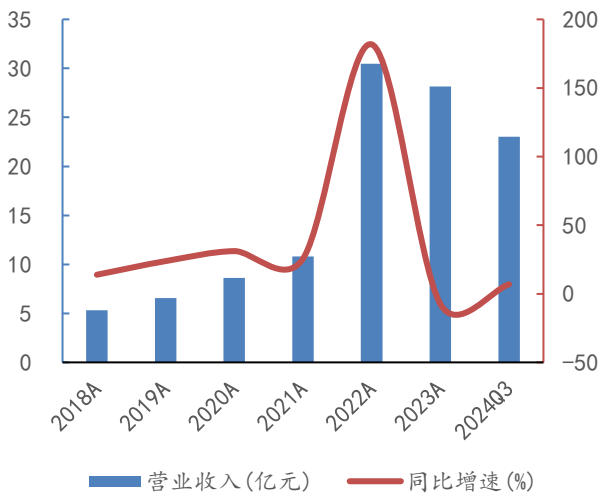
资料来源：Wind，公司公告，中原证券研究所

1.2. 润滑油添加剂是主导产品，公司业绩稳步增长

业绩稳健增长，2024 年前三季度营业收入同比增长 6.89%。2018-2022 年公司营业收入从 5.3 亿元增长至 30.46 亿元，年复合增速为 54.83%；公司归母净利润从 0.57 亿元增长至 5.88 亿元，年复合增速为 79.22%。期间公司业绩高速增长，一方面，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，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，公司技术创新能力增强，同时加大对复合剂产品的推广力度，在核心客户准入方面取得突破，2022 年公司复合剂收入占比达 66.44%。

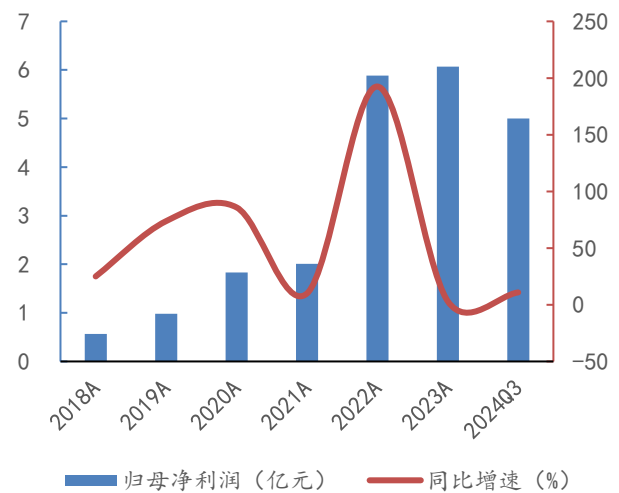
2023 年公司实现营业收入 28.16 亿元，同比下滑 7.57%；实现归母净利润 6.06 亿元，同比增长 3.12%。2023 年润滑油全球供应链逐步正常化，部分客户开始去库存减少订单造成营业收入同比有所下降。但受益于原材料价格下滑、出厂价格相对平稳以及汇兑收益，公司归母净利润同比小幅增长。2024 年前三季度公司实现营业收入 23.01 亿元，同比增长 6.89%；实现归母净利润 5 亿元，同比增长 10.91%。我们认为公司 2024 年业绩同比显著增长主要系下游客户去库存状态缓解，开始补库；公司产品结构持续改善，高毛利率的复合剂销量稳步增长所致。

图 3：2018-2024 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：2018-2024 年公司归母净利润及同比增速

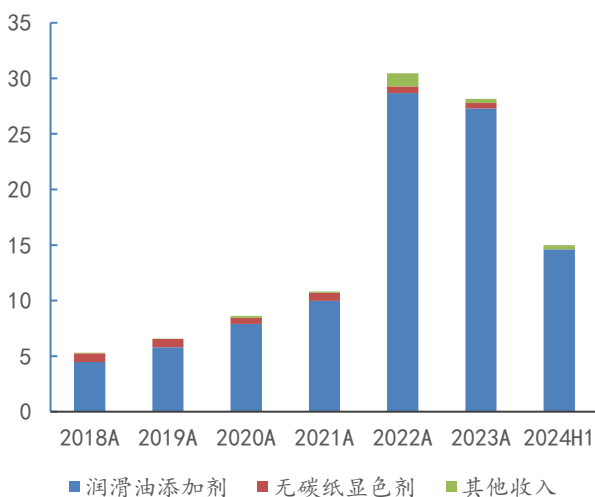


资料来源：Wind，中原证券研究所

润滑油添加剂是公司主要收入和利润来源，占比逐年提升。润滑油添加剂是公司主导产品，随着公司润滑油添加剂技术不断突破，产能持续增长，润滑油添加剂营业收入和毛利润占比逐年提升。润滑油添加剂营业收入占比从 2018 年的 84.24% 提升至 2023 年的 96.88%；毛利润占比从 2018 年的 85.25% 提升至 2023 年的 97.48%。2024 年上半年，润滑油添加剂营业收入、毛利润占比分别为 97.45% 和 97.68%。随着电子化、无纸化的趋势，无碳纸显色剂的需求和市场规模容量稳中有降，未来公司润滑油添加剂的占比或将进一步提升。

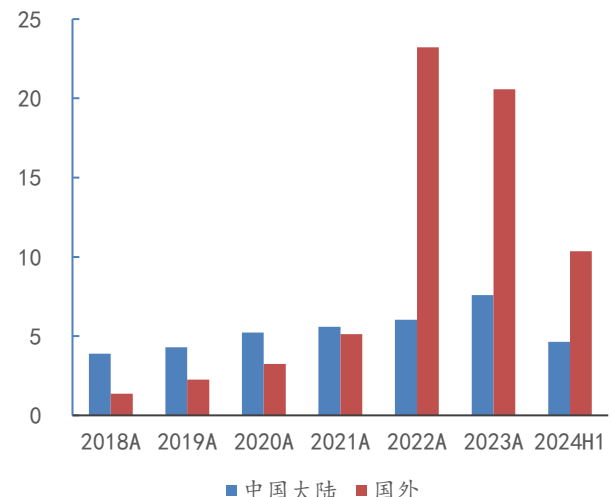
海外业务贡献公司大部分营业收入。2018-2023 年公司主营业务海外收入从 1.36 亿元增长至 20.57 亿元，年复合增速为 72.16%；海外收入占比从 25.70% 提升至 73.05%。2024 年上半年，公司海外收入、占比分别为 10.36 亿元和 69.07%。近年来受地缘政治冲突频发以及 2021 年美国雪灾等黑天鹅事件等影响，全球润滑剂供应链受到巨大挑战，公司抓住国际供应链体系面临重建的机遇，拓宽海外市场，积极提高市场占有率，海外业务收入迅速提升。

图 5：2018-2024 年公司分产品营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

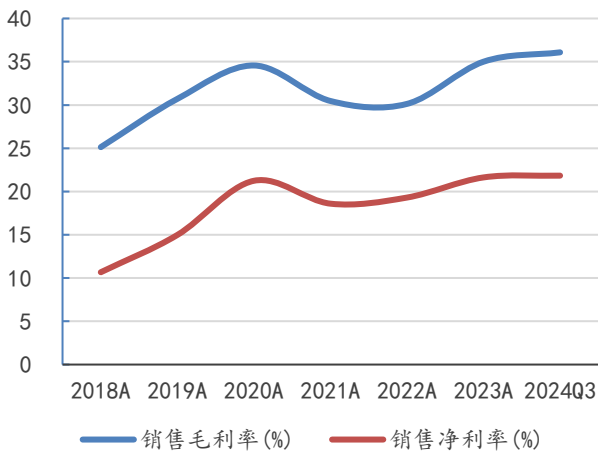
图 6：2018-2024 年公司分地区营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

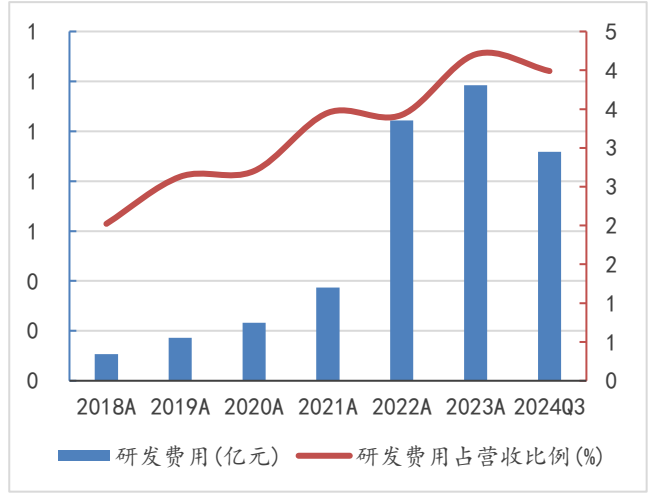
盈利能力稳中有升，不断加大研发投入。2018 年到 2024 年前三季度，公司销售毛利率从 25.13% 增长至 36.08%，销售净利率从 10.67% 增长至 21.83%，主要系公司产品结构持续改善，毛利率较高的润滑油添加剂复合剂产品占比不断提升所致；公司研发费用率从 2.20% 提升至 3.99%，研发投入不断增加，创新能力得到提升，为公司实现单剂向复合剂、复合剂产品从中低级向中高级的战略转型提供了坚实基础。

图 7：2018-2024 年公司销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 8：2018-2024 年公司研发费用及占比



资料来源：Wind，中原证券研究所

2. 润滑油市场空间大

2.1. 润滑油添加剂是润滑油重要组成部分，种类丰富应用领域宽广

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。润滑油添加剂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。在润滑油中，润滑油添加剂一般占总体比例约 2%~30% 左右，其余主要为基础油。

图 9：润滑油添加剂的应用路径及领域



资料来源：瑞丰新材招股书、中原证券研究所

润滑剂可分为单剂和复合剂。单剂是润滑油添加剂按功能分类后具有单一特性的添加剂产品，包括清净剂、分散剂、黏度指数改进剂、抗氧抗腐剂、高温抗氧剂及其他类型。每种单剂都能满足润滑油生产商特定的需求；复合剂一般系由多种单剂按一定比例调配而成的混合物，具有多种特性，可明显提高内燃机油、齿轮油、液压油和自动传动液油等润滑油油品性能并降低添加剂总用量，为各类机械和应用提供综合解决方案。

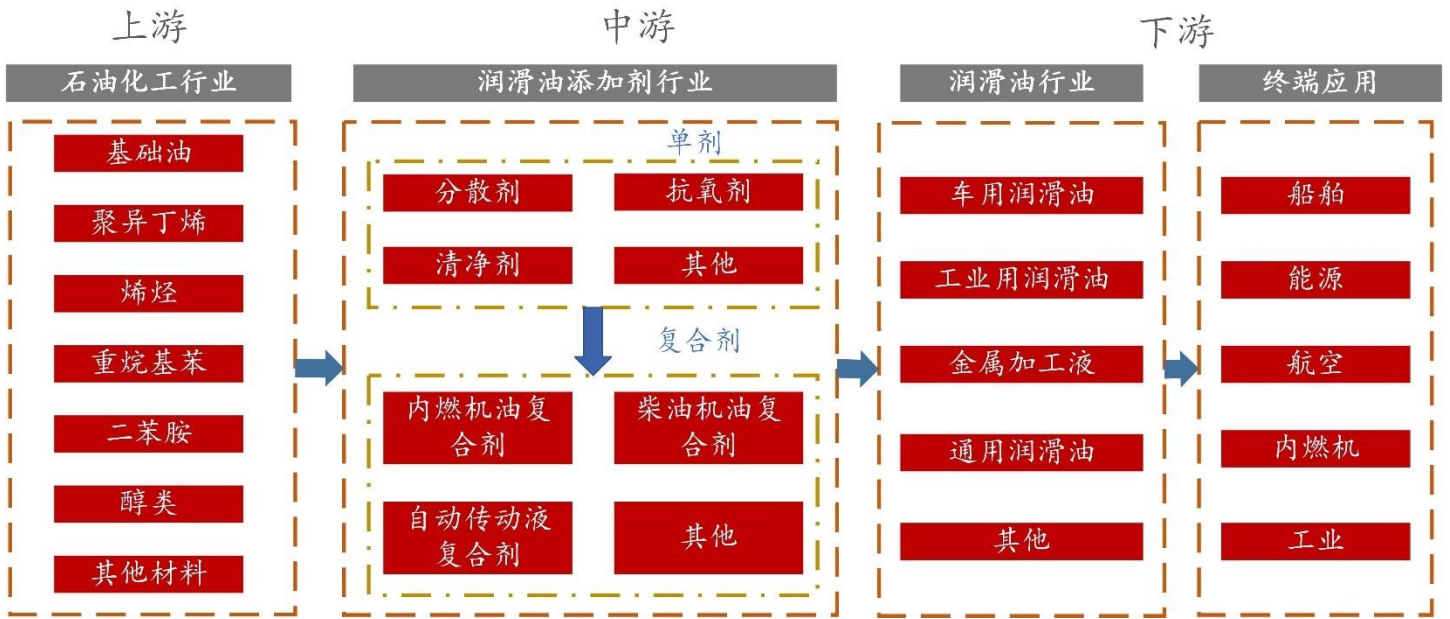
表 2：润滑油添加剂种类与作用

剂型	种类	作用
单剂	清净剂	中和由于燃烧和润滑油氧化产生的酸性物质，并清除颗粒和污物。可最大程度减少沉积物的生成，降低污染，提高环保排放标准。
	分散剂	增加油性部分以及水性部分在同一体系中的相容性，降低分散体系中固体或液体粒子聚集，换油时，可将有害的悬浮物从油中清除。
	黏度指数改进剂	可改善润滑油的粘温性能，以获得低温启动性能好、在高温下又能保持适当黏度的多级发动机油。
	抗氧抗腐剂	抗氧、抗腐和抗磨，通过使过氧化物分解，得到稳定的化合物，来抑制润滑油的氧化，减少漆膜和油泥的生成。
	高温抗氧剂	有助于预防润滑油降解，与在高温及高压时生成的自由基反应，抑制降解链，保护润滑油的完整。
	降凝剂	降低油品的凝固点，改善油品低温流动性。
	抗泡剂	使气泡能迅速地溢出油面，失去稳定性并易于破裂，从而缩短了气泡存在的时间。
	极压抗磨剂	在摩擦面的高温部分能与金属反应生成熔点低的物质，节省油耗和振动噪音。
	防锈剂	阻止氧化、防止酸性氧化物的生成，从而起到防锈的作用。
复合剂	内燃机油复合剂	提高发动机油的清洁性、分散性及抗氧抗磨性
	齿轮油复合剂	提高齿轮油的抗磨性、抗氧化性、防锈性及抗乳化性
	液压油复合剂	提高液压油的抗磨性、抗氧化性及防锈性等
	自动传动液复合剂	提高自动传动液的抗氧性能、清净分散性和抗磨性能

资料来源：瑞丰新材招股书、头豹产业研究院、中原证券研究所

润滑油添加剂行业上游为石油化工行业。上游主要负责提供润滑油添加剂所需的生产原材料如基础油、聚异丁烯、烯烃、重烷基苯、醇类等化工原料等，在润滑油添加剂生产成本中原材料成本的占比为 90%。近年来，石油化工行业在我国发展迅猛，大多数基础化工原料都能够充分满足国内生产的需求。整体来看，化工原料在全球以及中国的供需处于平衡状态，供应比较稳定。

图 10：润滑油添加剂产业链

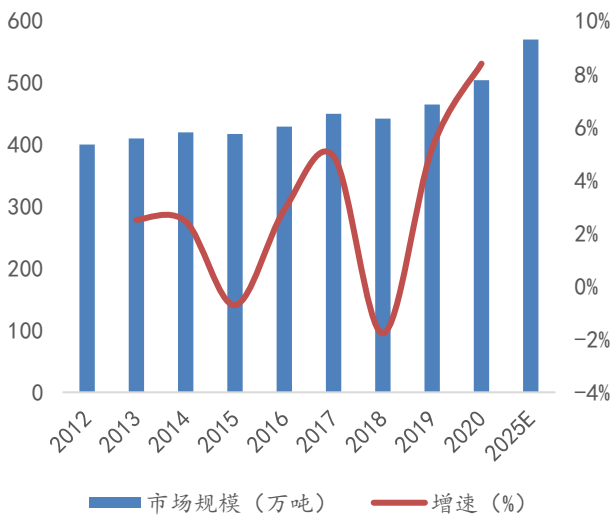


资料来源：瑞丰新材招股书、头豹产业研究院、中原证券研究所

2.2. 全球润滑油添加剂市场规模逾千亿元，中国是第二大市场

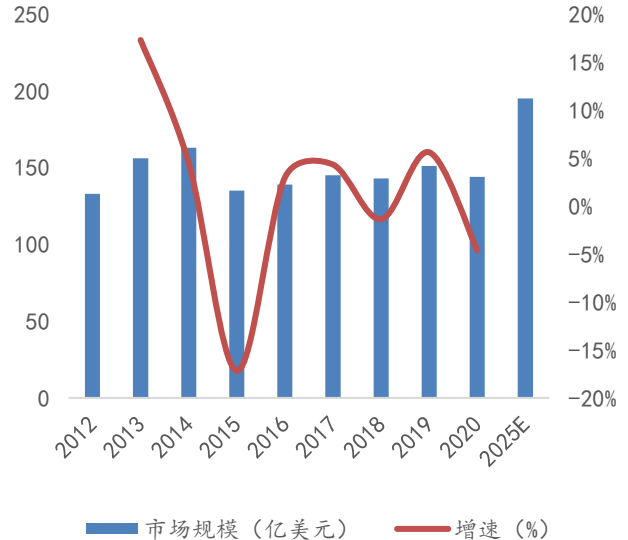
全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟阶段，市场规模超过千亿。根据全球咨询和研究公司克莱恩 (Kline&Co) 及上海市润滑油品行业协会的统计，全球润滑油添加剂需求量从 2012 年的 400 万吨增长到 2018 年的 442 万吨，市场规模由 133 亿美元增长到 143 亿美元。综合考虑到印度、巴西等新兴经济体的高速增长，对汽车需求量增加，实际润滑油添加剂年需求进入新一轮增长周期，预计至 2023 年，全球润滑油添加剂需求量将增加至 570 万吨，市场规模约为 195 亿美元。

图 11：全球润滑剂市场需求量及增速



资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》、中原证券研究所

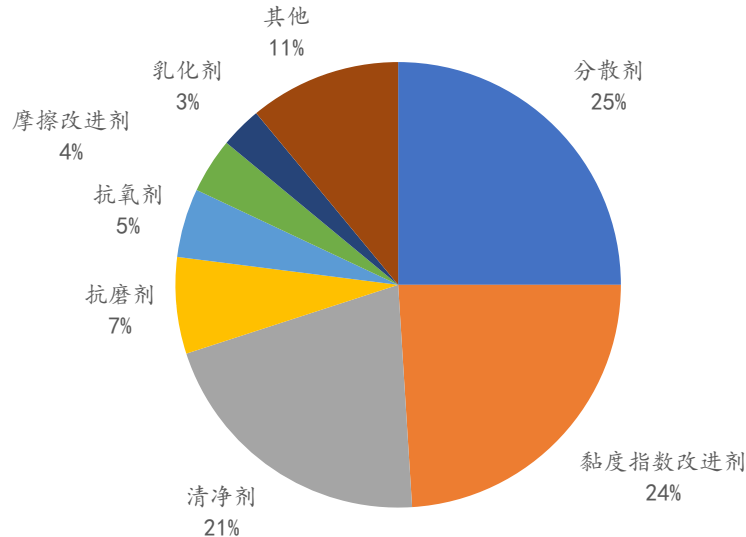
图 12：全球润滑剂市场规模及增速



资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》、中原证券研究所

分散剂、黏度指数改进剂、清净剂合计占全球润滑油添加剂总需求量的 65-70%左右。按功能分布来看，分散剂、黏度指数改进剂、清净剂是较常使用的润滑油添加剂。其余添加剂中，抗磨剂占 6-7%，抗氧化剂及摩擦改进剂各占 4-5%，乳化剂占 3-4%，其他添加剂合计占需求量的 11-12%。

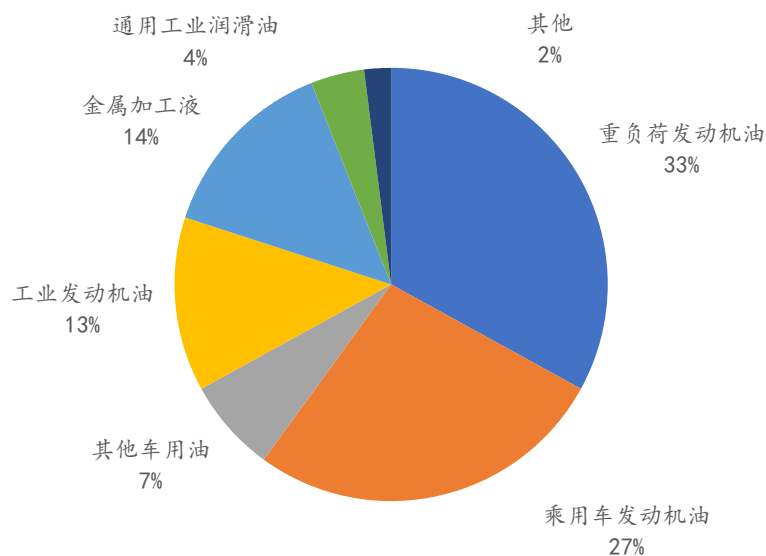
图 13：全球润滑油添加需求量按功能分布情况



资料来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，中原证券研究所

机动车润滑油添加需求占全球润滑油添加剂总需求量的 70%。按润滑油添加剂的主要应用领域分类，约有 70%的润滑油添加剂应用于机动车领域，主要应用于乘用车发动机润滑油（PCMO）、重负荷发动机润滑油（HDMO）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。由于机动车润滑油需要添加更多的润滑油，PCMO 和 HDMO 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需求的 60%。

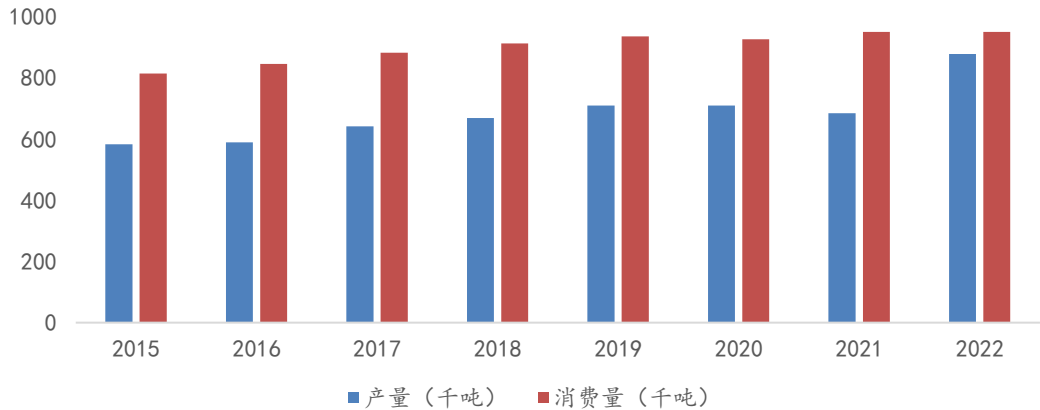
图 14：全球添加剂在润滑油中的应用分布情况



资料来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，中原证券研究所

中国是全球第二大润滑油添加剂市场，市场规模增速较快。美国是世界上添加剂工业发展较快且水平较高的国家，是全球最大市场占比约为 29.0%。中国是全球润滑油添加剂第二大市场，占比约为 16.6%。根据统计，2022 年中国润滑油添加剂行业市场规模达到 210.74 亿元，同比增长 11.5%。国内润滑油添加剂产量已由 2015 年的 58.3 万吨增长到 2022 年的 87.8 万吨，复合年均增长率为 6.02%；从表观消费量来看，2022 年中国润滑油添加剂的表观消费量约为 95.04 万吨，2015 到 2022 年期间的年均复合增速为 2.24%。

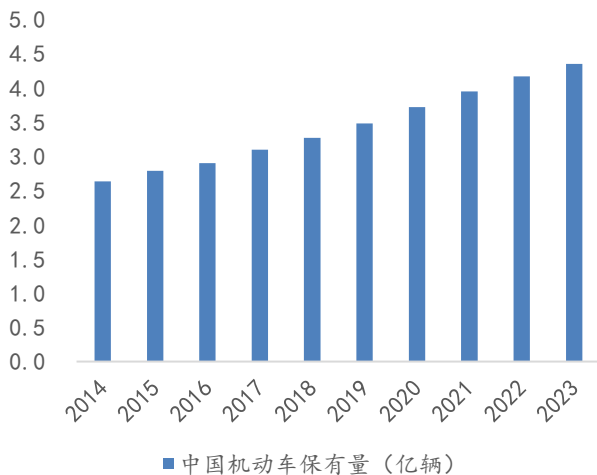
图 15：2015-2022 年中国润滑添加剂供需统计



资料来源：《中国润滑油行业现状及发展趋势分析》，中原证券研究所

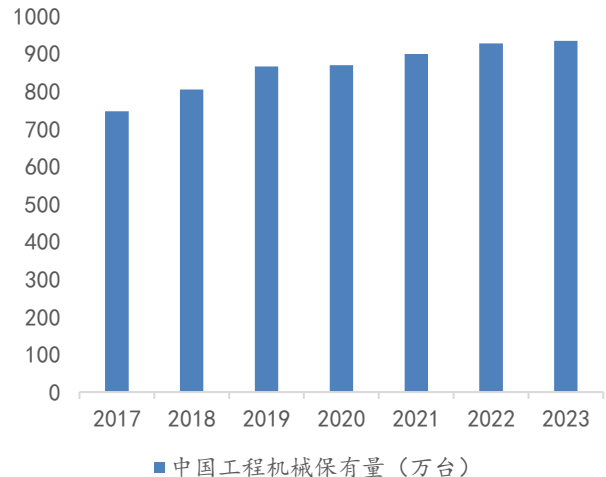
机动车和工程机械保有量稳步增长保障润滑油长期需求。汽车与工程机械是润滑油和润滑油添加剂的重要消费市场。根据公安部统计，截至 2023 年末，全国机动车保有量已达 4.35 亿辆，其中汽车为 3.36 亿辆，与 2022 年底相比，增加 1700 万辆，同比增长 8.15%。我国机动车保有量常年位居世界前列。受益于“一带一路”国家战略和基建投资拉动，中国工程机械保有量也在稳步增长。根据中国工程机械工业协会统计，截止到 2023 年底，中国工程机械主要产品保有量为 862 万-934 万台，同比增长 0.75%。中国汽车工业和工程机械工业的稳步发展将为润滑油添加剂需求提供重要保障。

图 16：2014-2023 年中国机动车保有量



资料来源：Wind，公安部，中原证券研究所

图 17：2017-2023 年中国工程机械保有量



资料来源：观研产业研究院，中原证券研究所

国六 B 排放标准全面实施, 环保严要求下推动润滑油添加剂需求。自 2023 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。与国五排放标准相比, 国六 b 车型的氮氧化物(NOx)排放量将下降 42%, 颗粒物(PM)下降 33% 不能超过每千米 3 毫克, 挥发性有机化合物蒸发排放限值则下降 65%, 总碳氢化合物 (THC) 和非甲烷碳氢化合物 (NMHC) 分别下降 50%。更高的排放标准和环保标准对润滑油抗磨、抗氧化、降解性能有了更高的要求。使用寿命更长、耐磨、绿色易降解的高品质润滑油的需求不断增加, 特别是内燃机润滑油质量等级的提高通常都意味着每公升润滑油使用添加剂的份量不断增加, 从而促进对润滑油添加的需求。

表 3: 国五与国六汽车排放标准对比

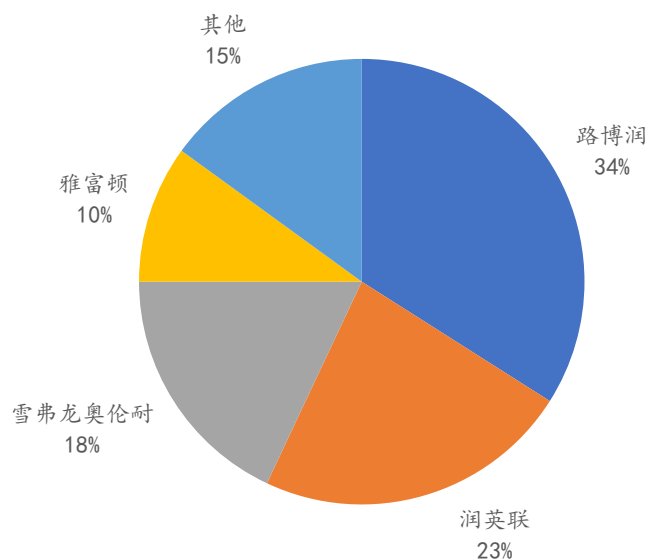
排放物 (毫克/公里)	国五		国六	
	汽油车	柴油车	国六 A	国六 B
CO 一氧化碳	1000	500	700	500
NMHC 非甲烷烃	68	-	68	35
NOx 氮氧化物	60	180	60	35
PM 细颗粒物	4.5	4.5	4.5	3
PN/km-1 颗粒数	-	6x10 ¹¹	6x10 ¹¹	6x10 ¹¹

资料来源: 生态环境部, 中原证券研究所

2.3. 国际四大公司控制 85% 市场份额, 国产替代打开成长空间

国际四大润滑油添加剂公司控制 85% 左右市场份额。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 (Infinium)、雪佛龙奥伦耐 (Chevron Oronite)、雅富顿 (Afton) 为主的市场竞争格局。全球润滑油添加剂市场被这四大润滑油添加剂公司主导。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 18: 主要润滑油添加剂公司全球市场份额



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, 中原证券研究所

1) 路博润: 公司成立于 1928 年, 以研究、开发、生产和经销润滑油添加剂起家, 以生产复合剂为主, 是国际知名的润滑油添加剂公司, 是全球第一大润滑油添加供应商。公司润滑油添加剂产品的全球市场占有率约为 33%, 2023 年销售收入约为 64 亿美元。公司优势在于复合剂品种齐全, 基本上能为所有主要门类的润滑油提供相应的复合剂。主要产品有发动机油复合剂, 车辆传动系统用油复合剂, 液压油、工业齿轮油、汽轮机油等工业油复合剂以及金属加工油复合剂。

2) 润英联: 公司成立于 1999 年, 由埃克森美孚 (Exxon Mobil) 和壳牌 (Shell) 各出资 50%, 将各自的添加剂业务进行合并后成立的合资公司, 是世界第二大润滑油添加剂供应商。公司润滑油添加剂产品占全球市场份额 23% 左右。主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂, 在工业用油方面产品不多, 主要是工业齿轮油复合剂。公司在车用润滑油添加剂方面比较有竞争优势。

3) 雪佛龙奥伦耐: 公司成立于 1917 年, 是世界第三大润滑油添加剂生产和供应商, 公司润滑油添加剂产品占全球市场份额 18% 左右。公司在复合剂方面实力较强, 主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、天然气发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂以及抗磨液压油复合剂。单剂方面, 其黏度指数改进剂产品实力较强。

4) 雅富顿: 公司成立于 2004 年, 是世界第四大润滑油添加剂公司, 公司润滑油添加剂产品占全球市场份额 10% 左右, 2023 年销售收入约 27 亿美元。公司生产的添加剂产品共有 170 余种, 涉及到单剂产品有 20 余种。主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂, 在工业油方面, 主要产品有液压油、工业齿轮油、拖拉机油及润滑脂复合剂。公司产品整体性价比较高, 且在特种品种添加剂上有竞争优势, 例如自动传动液等。

表 4: 国外四大润滑油添加剂厂商产品覆盖领域及优势

公司名称	产品覆盖领域	产品优势
路博润	单剂: 硫酸钙、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, 在清净剂、ZDDP、功型单剂、发动机油、工业用油复合剂和液压油复合剂等产品具有优势。
润英联	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, 在发动机油和船用油复合剂等产品具有优势。
雪佛龙奥伦耐	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。	在天然气发动机油、重负荷柴油机油、铁路机车油和抗磨液压油复合剂等产品具有优势。
雅富顿	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 复合剂。	在齿轮油、ATF 和发动机油复合剂等产品具有优势。

资料来源:《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》, 中原证券研究所

除以上四大润滑油添加剂公司之外，国外还有科聚亚（Chemtura，已被 LANXESS 公司收购）、巴斯夫（BASF）、范德比尔特（Vanderbilt）、罗曼克斯（Rohmax）等生产添加剂单剂为主的知名特色润滑油添加剂公司。这几家公司虽然受规模限制，产量较小，但在各自专业领域均有较强的研发实力，因而占有一定的国际市场份额。

表 5：国外其他主要润滑油添加剂厂商产品覆盖领域及优势

公司名称	产品覆盖领域	产品优势
巴斯夫	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。	在抗氧剂，极压抗磨剂，金属减活剂等产品具有优势。
罗曼克斯	单剂：PMA 黏度指数改进剂、降凝剂。	全球领先的 PMA 黏度指数改进剂技术，产销量占全球一半以上。
范德比尔特	单剂：磺酸钙、酯类、胺类抗氧剂、酯类化合物。	抗氧剂技术超于全球领先，磺酸钙产品种类齐全，质量水平高。
科聚亚	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 复合剂。	在齿轮油，ATF 和发动机油复合剂等产品具有优势。
莱恩化学	单剂：ZDDP、硫化酯极压剂、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、硫化酯种类齐全。

资料来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，中原证券研究所

国内润滑油单剂主要依靠国内单剂生产企业自产和国外添加剂公司进口。近几年，国内民营润滑油添加剂企业快速发展，逐渐成为国内润滑油添加剂生产的主力军。随着国内生产厂商技术水平不断提高和生产规模不断扩大，出现了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了一定的市场份额外，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。

国内润滑油复合剂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。国内润滑油添加剂复合剂市场供应来源主要有三部分：国外进口、外资厂商在国内设立的合资企业生产和国内企业生产。由于复合剂配方的研发、测试以及认证需要大量的资金投入、不断的技术积累、辅以繁琐的试验程序并通过花费较高的技术认证，目前国内民营润滑油添加剂复合剂生产厂商都面临一定的竞争劣势。近年来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，从而不断扩大了复合剂国内的市场份额，并在高端复合剂市场上有所突破。

外企在华产能与国产润滑油添加剂产能基本持平，产品结构存在一定差异。按企业性质来看，外资厂商在华的工厂产能约 35.4 万吨/年；国营及与外资厂商合资的企业年产能合计约 13.4 万吨/年；民营企业，以瑞丰新材、利安隆、无锡南方企业为主，产能共计约 40.3 万吨/年。其中外资及合资企业产能以毛利率较高的复合剂为主，民营企业产能以单剂为主，部分高端产品

仍需要进口。

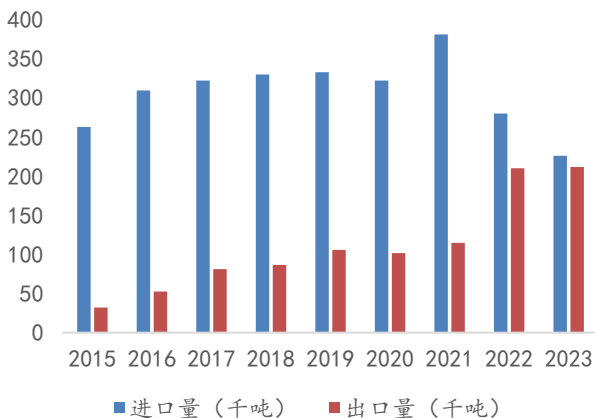
表 6: 我国主要润滑油添加剂生产企业产能统计

生产企业	区域	现有产能(万吨/年)	
四大企业在华	雅富顿	苏州	0.6
	路博润	珠海	23.8
	润英联	张家港一期	10
		张家港二期	10 (未投产)
雪佛龙奥伦耐	宁波一期	1	
	宁波二期	5 (2 在建, 3 计划)	
合计		35.4 (已投产)	
国营企业	中石油	兰州	6.6
		锦州	2.8
	上海海润	上海	4
合计		13.4	
民营企业	瑞丰新材	新乡	22 (55 在建)
	利安隆	锦州	13.3
	无锡南方	无锡	5
合计		40.3 (已投产)	

资料来源: 各公司公告, 环评报告, 中原证券研究所

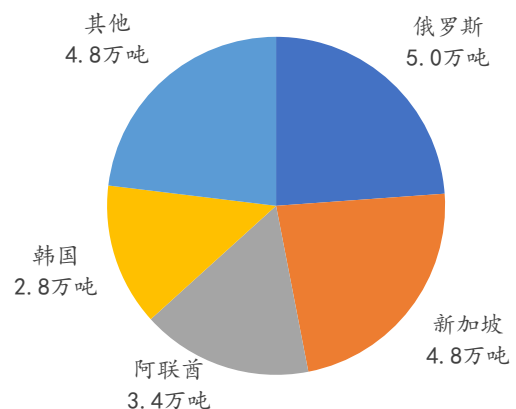
国产替代不断进行, 进口依存度持续降低。2015 年以来我国润滑油添加剂对外依存度一直在 30% 左右。但根据海关总署进出口数据, 我国润滑油添加剂进口量从 2021 年的 38.08 万吨下降至 2023 年的 22.6 万吨, 出口量从 2021 年的 11.5 万吨上升至 21.2 万吨, 进口依存度有所下降。从进出口量看, 我国润滑油添加剂逐渐打破技术壁垒, 国产替代乃至出口不断进行。从出口地区来看, 我国 2023 年润滑油添加剂主要出口地为俄罗斯、新加坡、阿联酋、韩国等一带一路国家, 四个主要出口地合计占出口总量的 76.92%。

图 19: 2015-2023 年中国润滑添加剂进出口统计



资料来源: 海关总署, 中原证券研究所

图 20: 2023 年中国润滑油添加剂分地区出口量

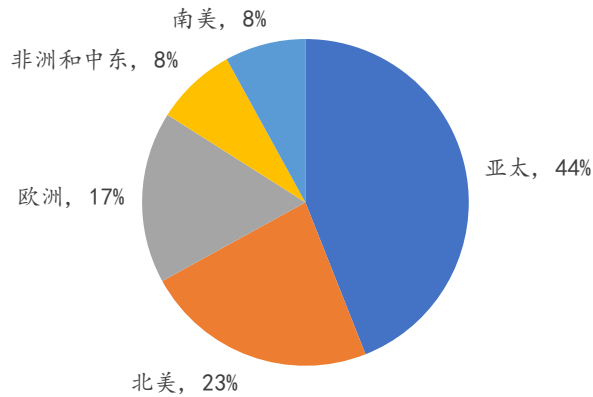


资料来源: 海关总署, 中原证券研究所

润滑油行业向亚太市场转移, 国内企业获得更多成长空间。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。随着亚太地区的迅速发展, 近年来全球润滑油行业的产能及发展重心从欧美地区向亚太区域转移, 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。在下游需求市场转移和根据国家要求推进供应链自主可控的背景下，国内润滑油添加剂生产企业将凭借成本、物流、本土配套等优势提高市占率，从而获得更多成长空间。

图 21：全球添加剂区域分布情况



资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》，中原证券研究所

3. 公司不断推进 API 认证，持续向复合剂转型

3.1. 润滑油行业壁垒高，认证标准严格

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。润滑油添加剂升级换代快，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都需经过配方筛选、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：主要润滑油认证标准



资料来源：中润润滑油网，中原证券研究所

润滑油认证标准严格，满足认证才可进入市场。润滑油生产商在生产润滑油时，必须符合国家或国际标准，这些标准包括机油的粘度、清洁度、抗氧化性能、耐高温/低温性能等关键指标。只有当机油满足这些标准时，才能获得相关认证，具备市场准入资格，用于汽车初装市场。在机油行业常见的认证标准有 OEM 主机厂认证、ACEA 欧洲标准、API 美国标准、ILSAC 日本标准、GB 中国标准等。

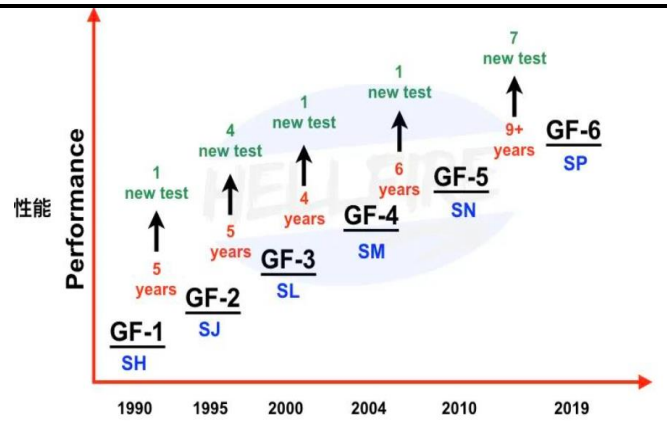
API 认证标准是国际通用认证标准之一。API（美国石油学会）根据不同的发动机类型和性能要求，对润滑油进行分类和认证，并负责制定美国润滑油认证标准。API 认证被广泛认可和应用，在全球范围内具有影响力。API 机油分为 3 类，“S”开头系列代表汽油发动机用油，规格有 API SA、SB、SC、SD、SE、SF、SG、SH、SJ、SL、SM、SN；“C”开头系列代表柴油发动机用油，规格有 API CA、CB、CC、CD、CE、CF、CF-2、CF-4、CG-4、CH-4、CI-4。若“S”和“C”两个字母同时存在，则表示此机油为汽柴通用型。在 S 或 C 后面的字母表示的含义，从“SA”一直到“SN”，每递增一个字母，机油的环保级别都会优于前一种，字母越靠后环保等级越高，国际品牌中机油级别多是 SF 级别以上的，目前环保级别最高的机油是“SN”级。随着汽车发动机技术的不断进步，对机油的要求也在不断提高，新的机油等级能够满足更先进发动机的润滑需求，更好适应发动机的工作环境和性能要求。例如，SP 级别是目前 API 汽油机油的最高标准，在抗磨损、抗氧化、抗沉积等方面都有更出色的表现，能够更好地保护发动机；CK-4 级别的柴油机油在抗磨损、抗烟灰、抗氧化等方面表现出色，适用于高性能的柴油发动机。

图 23：API 汽油发动机机油标号的含义



资料来源：《浅谈机油的认证标准与选购》，中原证券研究所

图 24：API 认证标准发展历程



资料来源：汇源润滑油，中原证券研究所

API 认证困难，价格昂贵，认证周期长。API 标准认证困难主要体现在以下三方面：一是价格昂贵，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。二是 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。三是认证周期长，API 认证程序长达六个月，如果算上前期产品积累和台架实验，整个认证周期可能长达两年。同时，API 标准需要每 5 年进行至少一次复审、修改、重新确认或撤销。

表 7: API 标准认证流程

申请认证时间	认证程序
第 1 个月: 发起认证申请	填写申请表格: 写美国 API 发给的认证产品申请表、证书协议。 编写文件化质量管理体系: 根据《API Spec Q1 质量纲要规范》编写《质量手册》、整套《程序文件》、《作业指导书》等有关作业文件。 递交申请: 向美国 API 总部递交填写完的申请表、证书协议、英文版的《质量手册》和支付申请费, 并根据质量管理体系至少运行 4 个月。
第 4 个月: 来厂审核	总部审核: API 总部审核《质量手册》(约一个月) 现场审核: 审核员到企业进行现场审核, 检查原料和成品的保管状况, 生产加工、检验过程、产品的试验过程、计量检测器具、试验, 审核体系文件和记录。
第 6 个月: 公布审核结果	审核员提交审核的记录和评价, 总部审核通过后向企业颁发证书; 审核不通过, 企业要分析原因并采取纠正和预防措施进行整改, 整改通过后颁发证书。

资料来源: API 网站, 中原证券研究所

3.2. 公司积极布局台架试验, 产品认证持续突破

公司积极布局台架试验, 为开发高端产品和实现国产替代奠定基础。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变质机理具有重要意义。目前公司架设了台架试验中心, 已建有发动机台架室三个, 分别安装了汽油机、柴油机和燃气发动机台架, 为公司在复合剂产品的开发研制方面提供了强有力的支持。

图 25: 汽油机测试台架



资料来源: 迅蓝科技, 中原证券研究所

图 26: 柴油机测试台架



资料来源: 迅蓝科技, 中原证券研究所

公司大力推进复合剂产品 API 认证工作, 对 API 认证进行充分准备。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, 保证了质量的可控性; 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、中石油已经通过了其引进的 API 标准的台架实验。

公司 CI-4、CK-4、SN、SP 级别复合剂已通过第三方台架测试。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。

公司已完成对复合汽油机油最新规格 ILSAC GF-7 的润滑油添加剂产品开发。ILSAC GF-7 是乘用车发动机油的最新规格，符合美国环保署最新的《乘用车和轻型卡车温室气体排放标准》，API 计划于 2025 年 3 月 31 日首次发放该许可证。新规格再次提升了油品全生命周期的燃油经济性和活塞清洁度。与 ILSAC GF-6 相比，油品的防低速早燃性能也获得提升。目前，公司已完成符合 ILSAC GF-7 规格的 RF6190 产品开发。RF6190 可适用于 0W-20、5W-20、5W-30 和更高粘度等级，在已有的 GF-6 产品（RF6189）上进行补强。

3.3. 公司产品种类丰富，产能快速扩充

公司产品种类齐全，涵盖主流润滑油添加剂品种。公司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、高温抗氧剂等多个系列，涵盖了完整的主流添加剂单剂品种。复合剂方面覆盖了车用油、工业油、船用油复合剂等主流品种。公司单剂产品质量稳定，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。

图 27：瑞丰新材公司产品种类



资料来源：瑞丰新材年报，中原证券研究所

关键原材料领域向上拓展产业链，降低生产成本，提高竞争力。公司一直在核心原材料的自产化上不断探索进步。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。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；另外，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。

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。

4. 盈利预测+投资建议

4.1. 盈利假设

润滑油添加剂：公司是润滑油添加剂行业 A 股首家上市公司，是国内领先的润滑油添加剂供应商，并在国际市场逐步树立影响力。目前国际四大公司在国内、国际润滑油添加剂市场占比达 85% 以上，公司市场占有率虽持续提升但目前占比仍较低，未来成长空间广阔。同时，公司与中石油、莱茵化学、中信金属、壳牌、美孚等国内外知名公司建立良好合作关系，提高客户和产品市场开拓效率。随着公司产能逐步释放和下游客户不断开拓，预计 2024-2026 年公司销量分别为 15.69/18.04/20.74 万吨。考虑到公司高附加值的复合剂占比不断提高和海外用户的持续开拓，公司产品平均售价有望上行，预计 2024-2026 年公司润滑油添加剂均价分别为 2.05/2.1/2.1 万元/吨，对应润滑油添加剂营业收入分别为 32.16/37.88/43.56 亿元。

无碳纸显色剂：公司是国内最大的无碳纸显色剂生产企业，也是全球主要的无碳纸显色剂供应商。公司显色剂产品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。公司现有无碳纸显色剂产能 1 万吨，2021-2023 年无碳纸显色剂销量为 0.78/0.57/0.47 万吨，平均售价为 0.95/1.04/1.03 万元/吨。受票据电子化影响，无碳纸显色剂行业总体市场规模有所下降，预期 2023-2026 年公司年销量为 0.42/0.38/0.34 万吨，平均销售价格为 1.03/1.03/1.03 万元/吨，对应的收入为 0.44/0.39/0.35 亿元。

表 8: 公司主营业务盈利预测假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
润滑油添加剂销售收入 (百万元)	2867.92	2727.85	3215.65	3788.20	4356.43
增速	187.91%	-4.88%	17.88%	17.80%	15.00%
成本 (百万元)	1986.90	1767.10	2122.33	2538.09	2962.37
毛利率	30.72%	35.22%	34.00%	33.00%	32.00%
无碳纸显色剂销售收入 (百万元)	58.75	48.53	43.60	39.24	35.32
增速	-17.40%	-10.15%	-10.15%	-10.00%	-10.00%
成本 (百万元)	44.71	32.79	31.83	28.64	25.78
毛利率	23.90%	32.42%	27.00%	27.00%	27.00%

资料来源: Wind, 中原证券研究所

4.2. 投资建议

考虑到行业基本情况和公司的成长性, 基于上述假设, 我们预计 2024-2026 年公司可实现营业收入 32.99/38.67/44.32 亿元, 归母净利润分别为 7.07/8.33/10.21 亿元, 当前股价对应的 PE 为 18.48/15.68/12.80 倍。

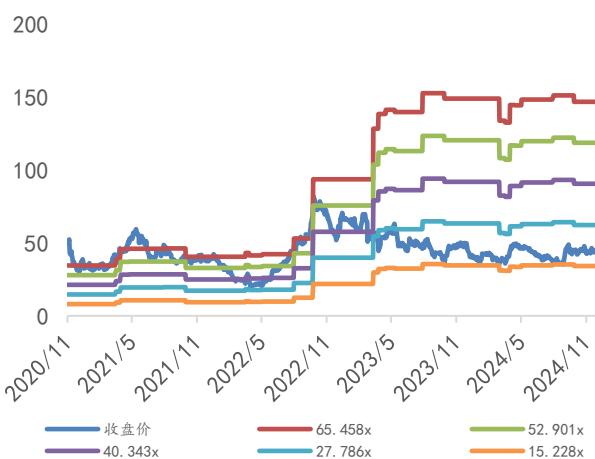
根据润滑油添加剂行业相关上市公司平均市盈率情况, 考虑到公司抓住行业处于国际供应链体系面临重建、国内进口替代加速的机遇, 积极提高市场占有率, 未来成长空间广阔, 因此我们维持“增持评级”。

表 9: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300596.SZ	利安隆	66.47	1.93	2.48	2.93	18.34	11.67	9.86
603906.SH	龙蟠科技	68.29	-0.54	0.64	0.93	-6.09	17.74	12.14
300910.SZ	瑞丰新材	130.66	2.42	2.86	3.50	18.48	15.68	12.80

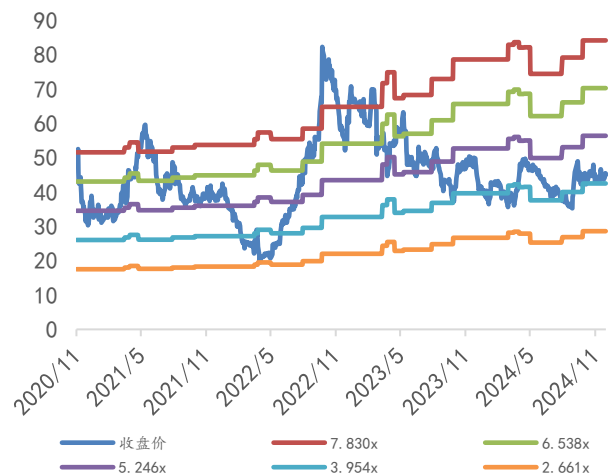
资料来源: Wind 一致预测, 中原证券研究所 (估值日为 2024 年 12 月 25 日)

图 28: 公司 PE Band



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 29: 公司 PB Band



资料来源: Wind, 中原证券研究所

5. 风险提示

复合剂产品认证不能顺利通过的风险：API 认证门槛高、费用贵、通过难度大，如果公司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。

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，主要包括基础油、异辛醇、五硫化二磷、苯乙烯、氧化锌、四聚丙烯、水杨酸、 α 烯烃、聚异丁烯、二苯胺等。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。

海外市场拓展风险：公司产品出口比例较高。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。

国际政策变化风险：若未来公司其他主要客户所在国家或地区的进口政策发生重大不利变化或国际形势出现重大紧张局面，或发生重大贸易摩擦或争端，将可能对公司出口业务造成不利影响，进而影响经营业绩。

汇率风险：公司出口占比较高，2023 年公司出口占比 73.05%，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。

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	2,558	2,492	2,583	2,793	3,118
现金	827	1,214	821	845	955
应收票据及应收账款	207	236	444	509	570
其他应收款	2	1	2	2	3
预付账款	87	40	86	101	114
存货	532	424	567	632	716
其他流动资产	903	577	662	704	761
非流动资产	838	1,287	1,465	1,679	1,845
长期投资	0	100	150	208	270
固定资产	330	476	593	695	784
无形资产	128	144	172	200	224
其他非流动资产	380	568	551	576	567
资产总计	3,397	3,779	4,048	4,472	4,963
流动负债	633	525	668	768	863
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	386	308	418	470	529
其他流动负债	247	217	250	298	334
非流动负债	11	101	170	170	170
长期借款	0	89	159	159	159
其他非流动负债	11	12	12	12	12
负债合计	644	625	839	938	1,033
少数股东权益	14	22	23	25	28
股本	150	288	292	292	292
资本公积	1,643	1,636	1,636	1,636	1,636
留存收益	945	1,206	1,486	1,808	2,202
归属母公司股东权益	2,739	3,132	3,186	3,508	3,903
负债和股东权益	3,397	3,779	4,048	4,472	4,963

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	518	850	1,026
净利润	588	609	708	835	1,023
折旧摊销	44	59	81	102	124
财务费用	-1	-3	2	4	4
投资损失	-3	-7	-4	-5	-5
营运资金变动	63	-8	-256	-67	-95
其他经营现金流	-33	-10	-14	-19	-24
投资活动现金流	-932	-32	-341	-312	-286
资本支出	-215	-390	-228	-243	-216
长期投资	-90	-100	-145	-73	-75
其他投资现金流	-628	458	31	5	5
筹资活动现金流	-109	-188	-576	-515	-630
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	89	70	0	0
普通股增加	0	138	4	0	0
资本公积增加	112	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-221	-409	-649	-515	-630
现金净增加额	-381	422	-393	23	110

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
营业收入	3,046	2,816	3,299	3,867	4,432
营业成本	2,129	1,830	2,154	2,523	2,846
营业税金及附加	12	19	18	22	25
营业费用	76	67	78	93	106
管理费用	144	150	155	174	182
研发费用	104	118	129	143	151
财务费用	-54	-27	-22	-12	-13
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	14	7	8	9
公允价值变动收益	34	26	15	20	25
投资净收益	3	7	4	5	5
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	669	701	813	958	1,174
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	672	699	812	958	1,174
所得税	84	90	104	122	150
净利润	588	609	708	835	1,023
少数股东损益	0	3	1	2	3
归属母公司净利润	588	606	707	833	1,021
EBITDA	622	700	871	1,047	1,284
EPS (元)	2.02	2.08	2.42	2.86	3.50

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	181.77	-7.57	17.17	17.22	14.59
营业利润 (%)	187.51	4.72	16.08	17.84	22.51
归属母公司净利润 (%)	192.53	3.12	16.58	17.86	22.49
获利能力					
毛利率 (%)	30.13	35.00	34.71	34.76	35.78
净利率 (%)	19.31	21.54	21.43	21.55	23.03
ROE (%)	21.47	19.36	22.19	23.75	26.16
ROIC (%)	18.34	17.20	20.36	22.24	24.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.96	16.55	20.72	20.99	20.82
净负债比率 (%)	23.39	19.83	26.14	26.56	26.29
流动比率	4.04	4.75	3.86	3.64	3.61
速动比率	3.06	3.84	2.87	2.67	2.64
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.78	0.84	0.91	0.94
应收账款周转率	16.48	12.95	9.99	8.36	8.46
应付账款周转率	25.98	18.45	20.24	20.00	19.94
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.02	2.08	2.42	2.86	3.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.26	2.19	1.77	2.91	3.52
每股净资产 (最新摊薄)	9.39	10.73	10.92	12.02	13.37
估值比率					
P/E	22.22	21.54	18.48	15.68	12.80
P/B	4.77	4.17	4.10	3.72	3.35
EV/EBITDA	28.40	17.32	14.26	11.84	9.57

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。