

瑞丰新材 (300910.SZ)

四季度业绩大幅增长，拓展全球市场成长空间大

事件：公司发布 2024 年年报，报告期内实现营业收入 31.57 亿元，同比增长 12.14%，归母净利润 7.22 亿元，同比增长 19.13%，扣非净利润 6.81 亿元，同比增长 19.55%；其中四季度单季实现收入 8.57 亿元，同比增长 29.18%，环比增长 7.05%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 42.95%，环比增长 22.75%。

- 润滑油添加剂销量稳步增长，不断开拓新产品新市场。2024 年公司润滑油添加剂实现收入 30.73 亿元，同比增长 12.64%，毛利率 35.92%，同比提高 0.7 pct，销售量 15.89 万吨，同比增长 16.49%。报告期内，公司持续获得第三方权威检测机构出具的更低加剂量、更加节能、更高标准的台架试验报告，并完成多项细分领域 OEM 认证，持续扩充产品品类，不断满足核心客户的定制化产品需求，为公司加快进入主流市场奠定了坚实基础。目前公司已经掌握 CI-4、CK-4 级柴油机油复合剂，以及 SN、SP 级汽油机油复合剂配方工艺，已通过国外权威的第三方台架测试，并取得多个产品的 OEM 认证。
- 全球润滑油添加剂市场空间大，行业壁垒高且竞争格局好。根据克莱恩及上海市润滑油品行业协会统计，预计 2023 年我国润滑油添加剂需求量将增至 112 万吨，全球需求量将增至 534 万吨，市场规模约为 185 亿美元，公司未来发展空间广阔。润滑油添加剂技术壁垒和市场准入壁垒高，细分产品种类繁多，复合剂配方千差万别，需要通过美国 API 认证，技术指标及产品质量要求高；大型润滑油企业对添加剂供应商评审严格，会进行长期严格测试，有非常苛刻的标准和定制化要求，一旦进入则倾向于长期合作。全球润滑油添加剂行业竞争格局好，欧美四大跨国公司全球市占率达 85%，预计 2024 年公司全球市占率仅 2%~3%，未来仍有较大提升空间。
- 复合剂转型进入收获期，持续扩产抢占全球市场份额。公司润滑油添加剂整体技术水平国内领先，部分技术国际领先，复合剂收入占比已超过 60%，目前我国润滑油添加剂行业仍被外资占据主导地位，实现国产替代尤为重要，存在较大的进口替代空间。公司复合剂配方基本全部采用自产单剂，自建有台架实验室，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。截至 2024 年底，公司拥有单剂产能 31.5 万吨/年，在建产能 43.5 万吨/年，公司将根据市场开拓情况并结合客户需求，逐步释放新建产能，持续抢占全球润滑油添加剂市场份额，大幅提升未来成长空间。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.89 亿、10.63 亿、12.71 亿元，EPS 分别为 3.05、3.64、4.36 元，当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：原材料成本上涨、下游需求不及预期、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2816	3157	3974	4781	5752
同比增长	-8%	12%	26%	20%	20%
营业利润(百万元)	701	836	1028	1229	1470
同比增长	5%	19%	23%	20%	20%
归母净利润(百万元)	606	722	889	1063	1271
同比增长	3%	19%	23%	20%	20%

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值：NA

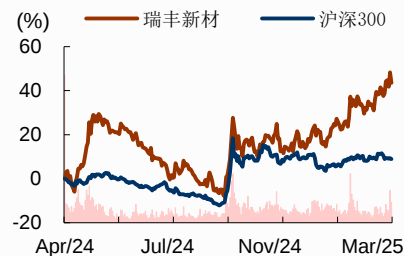
当前股价：55.02 元

基础数据

总股本 (百万股)	292
已上市流通股 (百万股)	204
总市值 (十亿元)	16.1
流通市值 (十亿元)	11.2
每股净资产 (MRQ)	11.5
ROE (TTM)	21.6
资产负债率	21.8%
主要股东	郭春莹
主要股东持股比例	36.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	37	47
相对表现	8	31	36



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《瑞丰新材 (300910) —— 一季度业绩超预期，有望重回上升通道》2024-04-25
- 2、《瑞丰新材 (300910) —— 三季度业绩环比进一步增长，扩产抢占全球市场份额》2023-10-24
- 3、《瑞丰新材 (300910) —— 二季度业绩环比大幅增长，新产能陆续投产成长空间大》2023-08-24

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

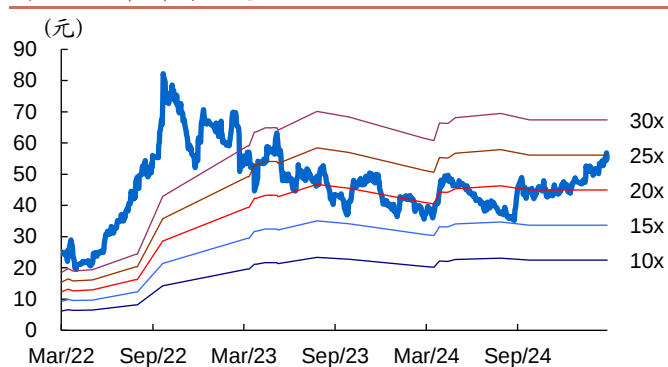
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

每股收益(元)	2.08	2.48	3.05	3.64	4.36
PE	26.5	22.2	18.1	15.1	12.6
PB	5.1	4.8	4.1	3.6	3.1

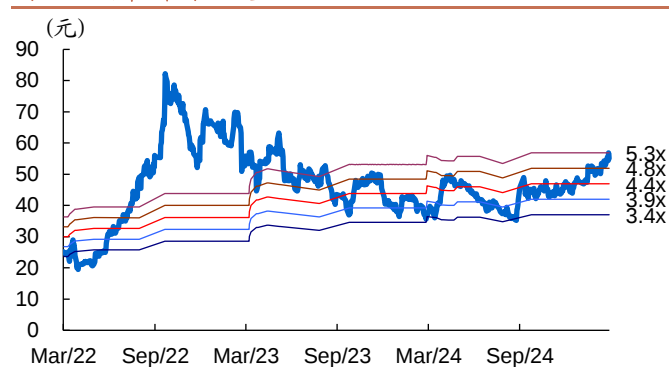
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：瑞丰新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：瑞丰新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2492	2623	2730	3153	3751
现金	1214	479	300	411	633
交易性投资	418	889	889	889	889
应收票据	6	9	12	14	17
应收款项	230	487	590	709	853
其它应收款	1	4	5	6	7
存货	424	550	679	816	982
其他	199	203	256	307	370
非流动资产	1287	1679	2011	2310	2579
长期股权投资	100	117	117	117	117
固定资产	476	858	1214	1535	1823
无形资产商誉	144	195	175	158	142
其他	568	509	504	500	497
资产总计	3779	4302	4741	5462	6330
流动负债	525	759	658	758	884
短期借款	0	194	3	0	0
应付账款	308	392	490	589	709
预收账款	86	17	21	25	30
其他	132	157	144	144	144
长期负债	101	176	176	176	176
长期借款	89	163	163	163	163
其他	12	13	13	13	13
负债合计	625	936	834	935	1060
股本	288	292	292	292	292
资本公积金	1636	1493	1493	1493	1493
留存收益	1208	1560	2098	2717	3457
少数股东权益	22	21	23	26	28
归属于母公司所有者权益	3132	3345	3883	4502	5242
负债及权益合计	3779	4302	4741	5462	6330

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	640	436	749	929	1123
净利润	609	724	891	1065	1274
折旧摊销	56	80	112	146	176
财务费用	(3)	(4)	1	(0)	(3)
投资收益	(7)	(35)	(79)	(79)	(79)
营运资金变动	(26)	(330)	(189)	(215)	(259)
其它	11	1	13	13	14
投资活动现金流	(32)	(908)	(372)	(372)	(372)
资本支出	(391)	(466)	(451)	(451)	(451)
其他投资	358	(442)	79	79	79
筹资活动现金流	(188)	(253)	(556)	(447)	(529)
借款变动	(2)	237	(205)	(3)	0
普通股增加	138	4	0	0	0
资本公积增加	(7)	(143)	0	0	0
股利分配	(345)	(375)	(350)	(444)	(532)
其他	27	23	(1)	0	3
现金净增加额	419	(726)	(179)	111	222

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2816	3157	3974	4781	5752
营业成本	1830	2026	2536	3048	3668
营业税金及附加	19	19	23	28	34
营业费用	67	55	70	84	101
管理费用	150	152	191	230	277
研发费用	118	145	182	219	264
财务费用	(27)	(18)	1	(0)	(3)
资产减值损失	(5)	(22)	(22)	(22)	(22)
公允价值变动收益	26	8	8	8	8
其他收益	14	36	36	36	36
投资收益	7	35	35	35	35
营业利润	701	836	1028	1229	1470
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	7	7	7	7
利润总额	699	829	1021	1222	1463
所得税	90	105	130	157	189
少数股东损益	3	2	2	2	3
归属于母公司净利润	606	722	889	1063	1271

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-8%	12%	26%	20%	20%
营业利润	5%	19%	23%	20%	20%
归母净利润	3%	19%	23%	20%	20%
获利能力					
毛利率	35.0%	35.8%	36.2%	36.2%	36.2%
净利率	21.5%	22.9%	22.4%	22.2%	22.1%
ROE	20.7%	22.3%	24.6%	25.4%	26.1%
ROIC	19.5%	20.3%	22.9%	24.3%	25.1%
偿债能力					
资产负债率	16.5%	21.8%	17.6%	17.1%	16.7%
净负债比率	2.4%	8.6%	3.5%	3.0%	2.6%
流动比率	4.7	3.5	4.2	4.2	4.2
速动比率	3.9	2.7	3.1	3.1	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	3.8	4.2	4.1	4.1	4.1
应收账款周转率	12.7	8.6	7.2	7.2	7.2
应付账款周转率	5.3	5.8	5.8	5.6	5.7
每股资料(元)					
EPS	2.08	2.48	3.05	3.64	4.36
每股经营净现金	2.19	1.49	2.57	3.18	3.85
每股净资产	10.73	11.46	13.31	15.43	17.96
每股股利	1.28	1.20	1.52	1.82	2.18
估值比率					
PE	26.5	22.2	18.1	15.1	12.6
PB	5.1	4.8	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	23.0	18.7	14.6	12.1	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。