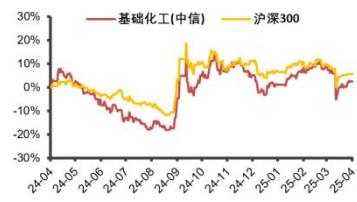


超配（维持）

2025年4月28日

分析师：卢立亭
SAC执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

中信基础化工行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

润滑油添加剂行业专题报告

新形势下自主可控不容忽视，国产替代有望加速推进

投资要点：

- **2023年润滑油添加剂全球市场规模达到160亿美元。**全球润滑油添加剂约70%应用于机动车领域，在此之后，金属加工液与工业发动机润滑油对添加剂的使用量大致相当。QY Research的数据显示，2023年全球润滑油添加剂市场销售额达到159.9亿美元，预计2030年将达到182.1亿美元，对应2024至2030年的年均复合增速为1.9%。作为全球润滑油添加剂的重要消费国，我国2021年润滑油添加剂的表观需求量为95.01万吨，2013-2021年年均复合增速为2.99%。
- **需求端，**交通用润滑油方面，虽然随着新能源汽车渗透率的提升，我国传统燃油车保有量增速将下行，但插电混动汽车销量保持快增，且今年我国继续加力刺激汽车消费，汽车整体销量有望维持稳定增长，交通用润滑油及其添加剂的需求量短中期有望维持相对平稳。工业用润滑油方面，在设备更新政策、新增专项债规模快速扩张的推动下，短期内我国工程机械保有量有望维持平稳增长，从而带动工业用润滑油及其添加剂需求量的稳步提升。
- **供给端，**由于润滑油添加剂行业具有极高的技术、资金及客户准入等壁垒，全球来看，润滑油添加剂的供应高度集中，主要由路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐和雅富顿这四家国际企业主导，合计占据全球约85%的市场份额。2020-2024年，我国从国外进口的润滑油添加剂大致在30万吨上下波动，2024年，我国进口润滑油添加剂24.32万吨，同比增长7.74%。从进口国别来看，根据润滑油聚焦公众号、隆众资讯的数据，2020-2024年，我国从美国进口的润滑油添加剂数量占比大致在14%-25%之间。在贸易摩擦的背景下，供应链安全至关重要，润滑油客户开始将关注点转向本土内资企业，内资企业有望借此契机扩大市场份额，提升我国润滑油添加剂行业的自主可控能力。
- **投资建议：**需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，而由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口20-30万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。个股方面建议关注瑞丰新材（300910）和利安隆（300596）。
- **风险提示：**国内外宏观经济波动导致下游需求不及预期风险，产业政策风险，贸易摩擦风险，行业产能增加导致行业竞争加剧风险，原材料、能源价格波动风险。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1 润滑油添加剂介绍	4
2 需求端：润滑油添加剂增速有望维持相对平稳	6
3 供给端：外资企业市占率高，国产替代空间大	12
4 重点公司	15
5 投资建议	18
6 风险提示	19

插图目录

图 1 : 润滑油产业链图	4
图 2 : 润滑油添加剂发展历程	5
图 3 : 全球润滑油添加剂需求量按功能分类的市场占比情况	6
图 4 : 我国润滑油添加剂需求量按功能分类的市场占比情况	6
图 5 : 全球润滑油添加剂在不同润滑油中应用的分布情况	7
图 6 : 2024 年我国润滑油以交通用润滑油和工业用润滑油为主	7
图 7 : 2024 年我国交通用润滑油需求结构	7
图 8 : 2024 年我国工业用润滑油需求结构	7
图 9 : 2019-2024 年我国新能源汽车销量渗透率变动情况	8
图 10 : 2019-2024 年我国传统燃油车保有量及其同比增速情况	8
图 11 : 我国插电混动汽车在新能源汽车销量中的占比变动情况	8
图 12 : 2019-2024 年我国新能源汽车销量增长情况	9
图 13 : 2019-2024 年我国汽车销量增长情况	9
图 14 : 2019-2024 年我国重卡销量增长情况	10
图 15 : 2020 年和 2024 年我国重卡燃料结构占比情况	10
图 16 : 2019-2025 年前两个月，我国工程机械销量同比增长情况	10
图 17 : 全球润滑油添加剂市场集中度高	13
图 18 : 2020-2024 年，我国含有石油的润滑油添加剂进口量和不含有石油的润滑油添加剂进口量变动情况	15
图 19 : 2020-2024 年我国润滑油添加剂（包括含有石油的和不含有石油的润滑油添加剂）进口量变动情况	15
图 20 : 2020-2024 年我国从美国进口的含有石油的润滑油添加剂占比变动情况	15
图 21 : 2020-2024 年瑞丰新材营业收入变动情况	16
图 22 : 2020-2024 年瑞丰新材归母净利润变动情况	16
图 23 : 2020-2024 年瑞丰新材毛利率、净利率变动情况	17
图 24 : 2020-2024 年瑞丰新材润滑油添加剂业务收入、毛利润占比逐年提升	17
图 25 : 2020-2024 年利安隆营业收入变动情况	18
图 26 : 2020-2024 年利安隆归母净利润变动情况	18
图 27 : 2020-2024 年利安隆毛利率、净利率变动情况	18
图 28 : 2022-2024 年利安隆润滑油添加剂收入、毛利润占比变动情况	18

表格目录

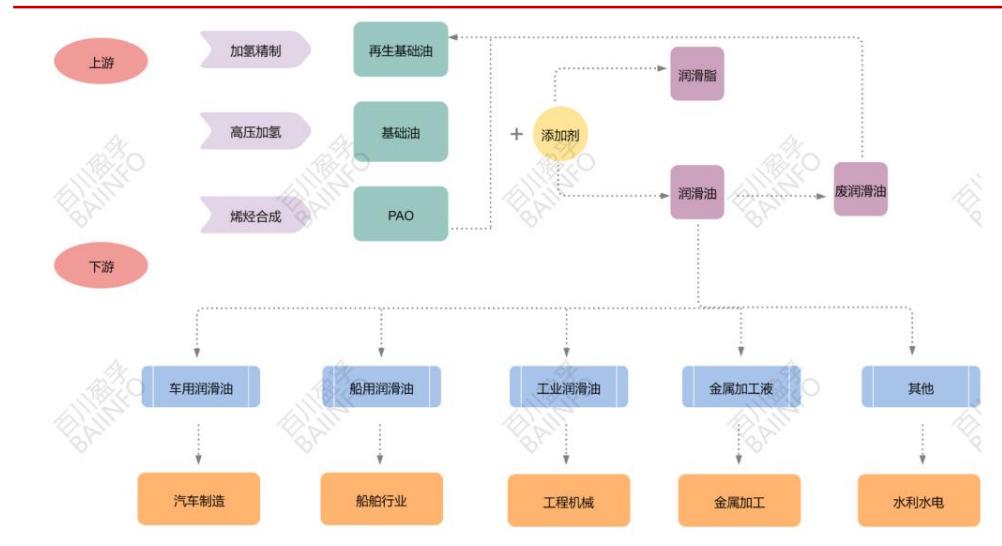
表 1 : 润滑油添加剂单剂的主要类别	5
表 2 : 全球四大润滑油添加剂企业基本情况	13
表 3 : 我国润滑油添加剂产能情况	14
表 4 : 重点公司盈利预测（截至 4 月 25 日收盘价）	19

1 润滑油添加剂介绍

润滑油的构成主体为润滑油添加剂和基础油。其中，润滑油添加剂由一种或多种化合物组成，其在润滑油总量中所占比重通常介于2%至30%之间，剩余部分则大多为基础油。将润滑油添加剂添加于润滑油中，一方面能够优化润滑油固有特性，另一方面可赋予润滑油全新性能。这不仅有助于提高机械系统运行时润滑油的效率，还能增强其使用性能和延长使用寿命，提升其稳定性。总体而言，润滑油添加剂紧密契合润滑油市场需求，通过提升润滑油性能，创造出显著的高附加值。

应用领域方面，润滑油添加剂产品在多个细分市场发挥关键作用。在汽车领域，其广泛应用于汽车发动机润滑油；在公共交通运输领域，铁路机车发动机油、船舶发动机油同样依赖于它；此外，工业润滑油、润滑脂以及乳化炸药等领域，亦是润滑油添加剂的重要应用场景。

图 1：润滑油产业链图



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

润滑油添加剂可分为单剂和复合剂。润滑油添加剂单剂，是依据功能对润滑油添加剂分类后，具备单一特性的一类添加剂产品。具体涵盖清净剂、分散剂、黏度指数改进剂，抗氧防腐剂、高温抗氧剂等类别。不同单剂特性各异，能够为润滑油生产商解决不同场景的诉求。

润滑油添加剂复合剂，系将多种单一添加剂按特定比例调配而成的混合物。该复合剂整合多种特性，可显著提升油品性能，同时降低添加剂总用量，为各类机械设备运行及多样化应用场景，提供全面且系统的解决方案。润滑油添加剂复合剂因使用便捷、销售便利，在国内外润滑油生产领域得以广泛应用。目前，内燃机油复合剂、齿轮油复合剂、液压油复合剂以及自动传动液复合剂等，是市场上占比最大、应用最为关键的复合剂产品。

鉴于复合剂研发过程极为复杂且耗时长久，研发人员不仅需考量各类单一添加剂间

的协同效应，以确保各项性能达成平衡，还需关注单一添加剂与基础油的适配性。在此过程中，大量的分析、检测及模拟评定工作不可或缺，且需按照难度层级，依次通过规定的发动机台架试验。在整个研发进程中，研发人员需持续对配方进行修正与优化，最终开展行车试验，以确保复合剂的质量符合标准。

表 1：润滑油添加剂单剂的主要类别

添加剂类别	主要功能
清净剂	用于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。这类杂质在油中的溶解度有限，因此，清净剂可以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	一种两亲性化学品，可以增加油性部分以及水性部分在同一体系中的相容性，能降低分散体系中固体或液体粒子聚集的物质。换油时，可将有害的悬浮物从油中清除。
黏度指数改进剂	一种油溶性高分子化合物，在室温下一般呈橡胶状或固体。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。
抗氧防腐剂	抗氧防腐剂具有代表性的化合物是二烷基二硫代磷酸锌，是一种具有抗氧、防腐和抗磨作用的多效添加剂。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	润滑油受热和氧的影响而氧化降解产生自由基，这些自由基进一步与烃反应生成醇、醛、酮和水等物质。抗氧剂有助于预防润滑油降解。它与在高温及高压时生成的自由基反应，抑制降解链，有助于保护润滑油的完整。

资料来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

回溯润滑油添加剂行业发展历程，20世纪30年代以前，工业润滑需求相对单一，常规矿物油基本能够满足当时有限的应用场景，润滑油市场整体规模较小。自20世纪30年代末起，伴随汽车工业的扩张、航空航天技术的突破以及海洋运输业的兴起，润滑油市场需求呈现出迅猛增长态势。与此同时，各行业对于润滑油性能的要求日趋严苛，这一趋势直接推动了润滑油添加剂的广泛应用与技术迭代。

进入21世纪，全球范围内对环境保护的关注度显著提升，各国政府纷纷出台节能减排相关政策，传统发动机技术持续升级，对润滑油的综合性能提出了更为严格的要求。此外，新能源汽车、风力发电、高速铁路、航空航天以及机器人等新兴产业的崛起，带来了一系列独特且前所未有的润滑需求，促使高品质润滑油产品加速研发。在此背景下，润滑油添加剂配方体系不断复杂化，为行业创新发展注入了强劲动力。

图 2：润滑油添加剂发展历程



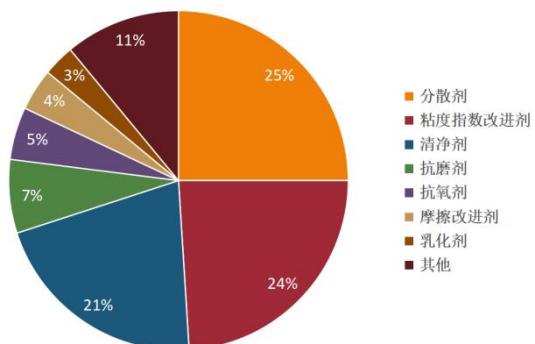
数据来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

2 需求端：润滑油添加剂增速有望维持相对平稳

全球和我国润滑油添加剂需求量维持相对稳定。利安隆 2024 年年报中引用的 QY Research《2024-2030 全球与中国润滑油添加剂市场现状及未来发展趋势》显示，2023 年全球润滑油添加剂市场销售额达到了 159.9 亿美元，预计 2030 年将达到 182.1 亿美元，2024 年至 2030 年年复合增速为 1.9%。作为全球润滑油添加剂主要消费国之一，我国 2021 年润滑油添加剂表观需求量达 95.01 万吨，2013-2021 年复合增速为 2.99%。

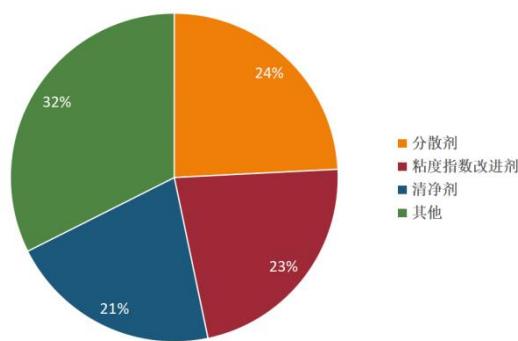
润滑油添加剂以分散剂、粘度指数改进剂和清净剂为主。根据瑞丰新材招股说明书，全球来看，润滑油添加剂中的分散剂、黏度指数改进剂与清净剂为应用最为广泛的三大类功能性添加剂。此三类添加剂的需求总量，占润滑油添加剂总需求量的 65%至 70%。在其他各类添加剂中，抗磨剂的需求占比约为 6%至 7%；抗氧剂与摩擦改进剂的需求占比相近，分别处于 4%至 5%区间；乳化剂的需求占比大致为 3%至 4%；而其余各类添加剂的需求占比总计为 11%至 12%。我国润滑油添加剂的需求结构与全球相比具有较高的一致性。国内来看，分散剂、黏度指数改进剂以及清净剂的需求量同样位居前三。这三种添加剂的总需求量占比超过 65%，构成了我国润滑油添加剂需求结构的主体部分。

图 3：全球润滑油添加剂需求量按功能分类的市场占比情况



数据来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

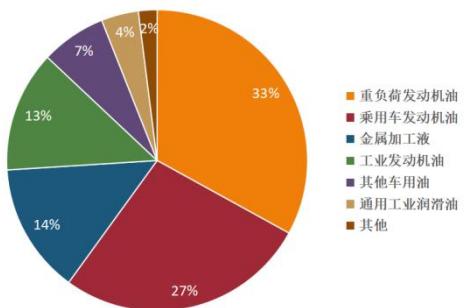
图 4：我国润滑油添加剂需求量按功能分类的市场占比情况



数据来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

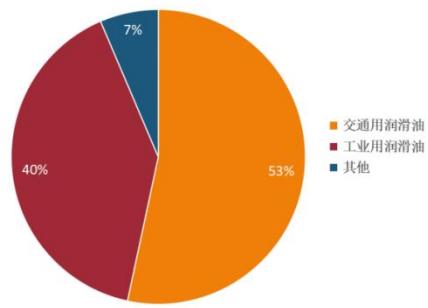
全球润滑油添加剂 70%应用于机动车领域。从下游应用领域来看，根据瑞丰新材招股说明书，全球润滑油添加剂约 70%应用于机动车领域。该领域囊括乘用车发动机润滑油、重负荷发动机润滑油以及其他各类车用润滑油。在机动车领域之后，金属加工液与工业发动机润滑油对添加剂的使用量大致相当。此外，通用工业润滑油以及润滑脂等亦会使用少量润滑油添加剂。其中，PCMO（乘用车发动机润滑油）和 HDMO（重负荷发动机润滑油）在全球润滑油消耗总量中约占 46%。而用于 PCMO 和 HDMO 的润滑油添加剂，在全球润滑油添加剂需求中占比达 60%，这主要归因于这两类油品相较于其他油品，需添加更为大量的添加剂。

图 5: 全球润滑油添加剂在不同润滑油中应用的分布情况



数据来源: 《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》, 东莞证券研究所

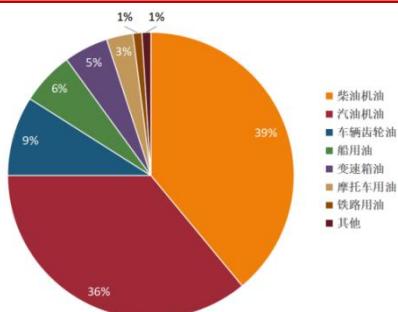
图 6: 2024 年我国润滑油以交通用润滑油和工业用润滑油为主



数据来源: 中国石化经济技术研究院市场营销研究所, 东莞证券研究所

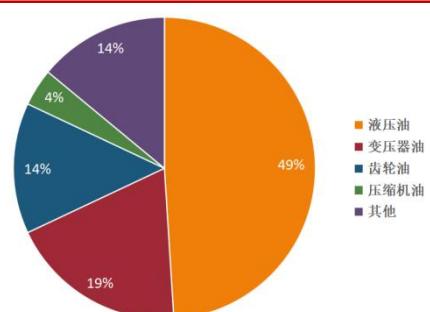
我国润滑油的应用以交通用润滑油和工业用润滑油为主。国内来看, 根据中国石化经济技术研究院市场营销研究所的数据, 2024 年我国润滑油总体需求量是 639 万吨, 同比减少 0.9%。其中, 交通用润滑油消费量是 341 万吨, 同比减少 2.4%, 在我国润滑油市场中占比 53.36%。交通用润滑油中, 柴油机油、汽油机油用量占比最大, 分别占比 39% 和 36%。此外, 2024 年我国工业用润滑油消费量是 257 万吨, 同比 +1.3%, 在我国润滑油市场中占比 40.22%。工业用润滑油中液压油占比最大, 达到 49%。由于润滑油添加剂的下游直接需求是润滑油, 而我国润滑油需求主要是交通用润滑油和工业用润滑油, 因此需要分析交通用润滑油和工业用润滑油需求的增长情况。

图 7: 2024 年我国交通用润滑油需求结构



数据来源: 中国石化经济技术研究院市场营销研究所, 东莞证券研究所

图 8: 2024 年我国工业用润滑油需求结构

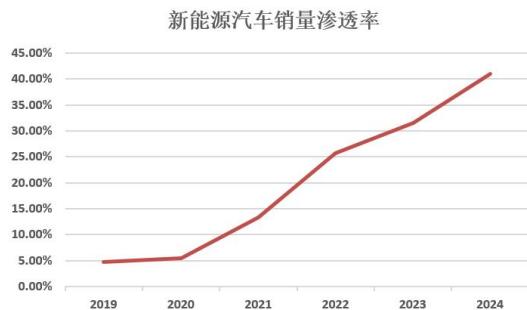


数据来源: 中国石化经济技术研究院市场营销研究所, 东莞证券研究所

2.1 交通用润滑油

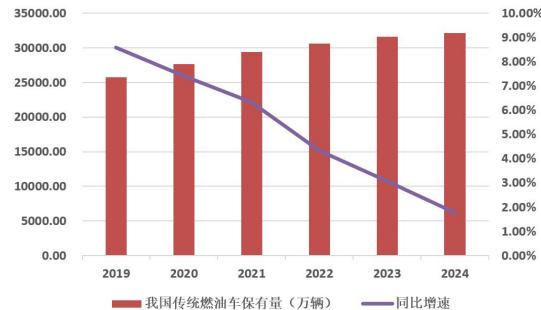
交通用润滑油方面, 近年来我国新能源车销量渗透率的提升对传统燃油车的销售形成挤压, 新能源车销量渗透率从 2021 年的 13.40% 快速上升至 2024 年的 40.93%, 使得传统燃油车保有量增速逐步放缓。2019-2024 年, 我国传统燃油车保有量同比增速从 8.58% 下降至 1.77%, 增速明显放缓, 对交通用润滑油的需求增速拉动构成不利影响。虽然如此, 但近年来新能源车中插电混动汽车占比明显提升, 从 2021 的 17.13% 上升至 2024 年的 39.96%。由于插电混动汽车相比纯电动车需要使用更多的润滑油, 因此其销量渗透率的提升对于交通用润滑油的增量需求形成一定的拉动作用, 且一定程度上抵消了传统燃油车保有量增速放缓带来的消极影响。

图 9: 2019-2024 年我国新能源汽车销量渗透率变动情况



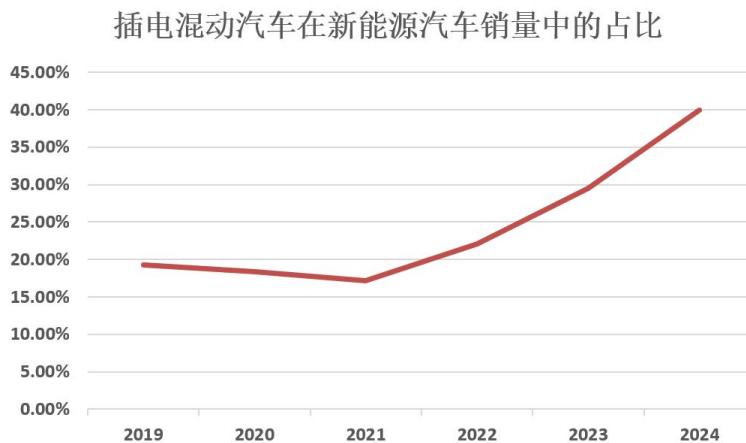
数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 10: 2019-2024 年我国传统燃油车保有量及其同比增速情况



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

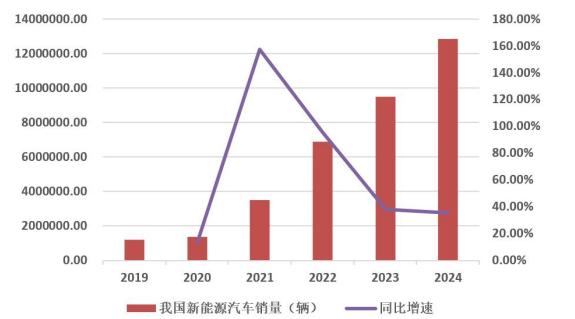
图 11: 我国插电混动汽车在新能源汽车销量中的占比变动情况



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

以旧换新政策有望继续推动我国汽车销量稳定增长。2024年4月12日,商务部等14个部门联合发布了《促进消费品更新换代行动计划》,该计划设定了明确的目标:到2025年,加速淘汰国三及以下排放标准的乘用车,并力争使报废汽车的回收量比2023年增加50%。新政策的推行预计将促进汽车回收量的增长,刺激汽车市场的需求。2024年7月,国家发改委和财政部印发《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知,明确提高乘用车报废更新补贴标准,对报废2018年4月30日前注册登记的新能源乘用车或2.0L及以下排量燃油乘用车,并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车,补贴2万元;对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的,补贴1.5万元。在补贴政策的带动下,2024年,我国新能源车销量达到1286.6万辆,同比增长35.50%,保持快速增长态势;汽车总销量达到3143.6万辆,同比增长4.50%,整体汽车销量增速保持平稳。

图 12: 2019–2024 年我国新能源汽车销量增长情况



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 13: 2019–2024 年我国汽车销量增长情况



数据来源: iFinD, 东莞证券研究所

2025 年, 我国继续大力支持汽车等消费品以旧换新, 有利于推动汽车产销维持稳增。2025 年 1 月 8 日, 国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》(以下简称《通知》)。《通知》明确, 扩大汽车报废更新支持范围, 即将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。随着汽车以旧换新政策的加力实施, 我国 2025 年整体汽车销量有望保持平稳增长。

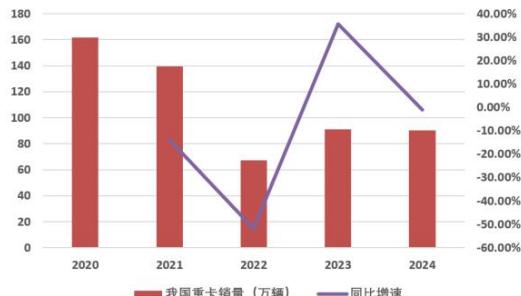
具体到重卡方面, 近年来我国重卡销量波动较大, 柴油重卡占比明显下行。根据中汽协的数据, 2020–2024 年, 我国重卡销量分别是 161.9、139.5、67.2、91.1、90.17 万辆。近年来重卡的销量高点出现在 2020 年, 受国三标准重卡车型淘汰政策等因素的影响, 当年我国重卡销量达到 161.9 万辆, 创下历史新高。2024 年, 我国重卡销量为 90.17 万辆, 同比下降 1.02%。

重卡燃料结构方面, 受新能源补贴政策和环保要求等因素的影响, 柴油车占比下降明显, LNG 和新能源占比快速提升。根据卓创资讯的数据, 2020 年, 我国重卡销量中, 柴油重卡占比 90.78%, LNG 车型占比不足 10%。然而到了 2024 年, 我国柴油重卡销量占比下降至 56.35%, LNG 占比提升至 29.65%, 新能源重卡(纯电动和氢燃料)及其他销量占比合计达到 14%。

随着柴油重卡销量持续被 LNG 和新能源重卡挤占, 柴油重卡保有量增速逐步放缓。根据卡车之家、北斗数据, 我国柴油重卡保有量从 2023 年的 644.2 万辆增加到 2024 年的 651.8 万辆, 同比增长了 1.2%。虽然随着 LNG 和新能源重卡销量占比的持续提升, 柴油重卡的保有量将逐步达峰, 但 LNG 重卡占比的提高也有利于增加专用的燃气发动机润滑油的需求量。

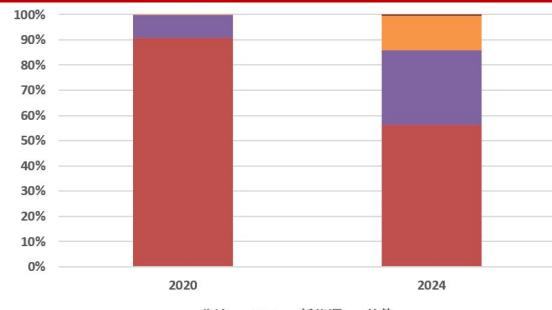
综合来看, 虽然随着新能源汽车渗透率的提升, 我国传统燃油车保有量增速将下行, 但插电混动汽车销量保持快增, 且今年我国继续加力刺激汽车消费, 汽车整体销量有望维持稳定增长, 交通用润滑油的需求量短中期有望维持相对平稳。

图 14：2019-2024 年我国重卡销量增长情况



数据来源：商用汽车公众号，东莞证券研究所

图 15：2020 年和 2024 年我国重卡燃料结构占比情况



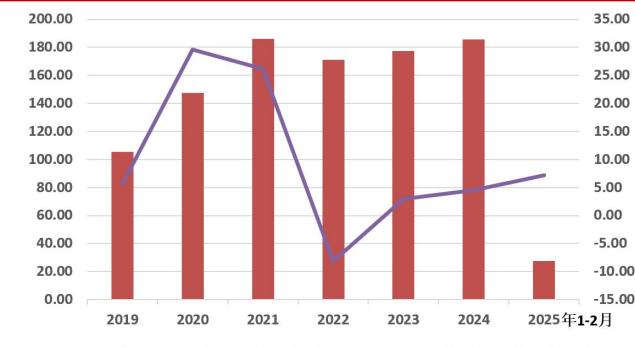
数据来源：卓创资讯，东莞证券研究所

2.2 工业用润滑油

在工业用润滑油的下游应用领域中，工程机械行业占据着重要地位。从存量的角度来看，据中国工程机械工业协会数据，截至 2023 年底，中国工程机械主要产品保有量在 862 万台-934 万台之间，同比增长 0.75%。从增量的角度来看，近年来工程机械市场销量呈现出显著的波动态势。2020 年至 2021 年期间，我国工程机械销售量分别达到 147.53 万台和 186.12 万台，同比增长率分别为 29.60% 和 26.20%，处于近年来的高位。这一增长主要得益于海外市场出口需求的增长以及国内房地产、采矿业投资的拉动。

进入 2022 年，受房地产投资下行等因素的影响，我国工程机械销量出现下滑，降至 170.98 万台，同比降幅达 8.13%。随后在 2023 年至 2024 年，市场营销情况有所回暖，销量分别增长至 177.52 万台和 185.50 万台，同比增幅分别为 2.99% 和 4.50%。2025 年 1-2 月，我国工程机械销售量已达 27.61 万台，同比增长 7.18%。受益于基建投资、采矿业投资、设备更新政策等的推动，2024 年及 2025 年 1-2 月，工程机械销量增速有所加快。

图 16：2019-2025 年前两个月，我国工程机械销量同比增长情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

从政策来看，2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。

2024年4月，住房和城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，提出按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)等要求，更新淘汰使用超过10年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备（车辆）。

2024年7月，国家发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确总规模3000亿元的超长期特别国债资金中，1480亿元专项用于设备更新。

2025年1月8日，国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确，增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域。

2025年3月11日，十四届全国人大三次会议批准了《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》，其中2025年新增地方政府专项债务限额44000亿元，比上年增加5000亿元，增长幅度为12.8%。今年新增地方政府专项债规模首次突破4万亿元，有利于扩大有效投资，推动基建投资较快增长，同时允许专项债收购存量商品房用作保障性住房，有助于稳定房地产市场，利好工程机械国内需求提升。

整体来看，国家出台一系列鼓励设备更新的政策措施，有利于推动老旧设备置换；同时，今年新增专项债规模快速扩张，有利于地方政府积极推进交通、能源、水利等重大项目建设，并直接拉动挖掘机、起重机、装载机等各类工程机械的市场需求，预计2025年工程机械产销量有望实现较快增长。目前我国工程机械行业已进入存量市场阶段，在系列政策的推动下，短中期内我国工程机械保有量有望维持平稳增长，从而带动润滑油添加剂需求量的稳步提升。

综合来看，**交通用润滑油方面**，虽然随着新能源汽车渗透率的提升，我国传统燃油车保有量增速将持续下行，但插电混动汽车销量保持快增，且今年我国继续加力刺激汽车消费，汽车整体销量有望维持稳定增长，交通用润滑油的需求量短中期有望维持相对平稳。**工业用润滑油方面**，国家出台一系列鼓励设备更新的政策措施，有利于推动老旧设备置换；同时，今年新增专项债规模快速扩张，有利于地方政府积极推进交通、能源、水利等重大项目建设，并直接拉动挖掘机、起重机、装载机等各类工程机械的市场需求，预计2025年工程机械产销量有望实现较快增长。目前我国工程机械行业已进入存量市场阶段，在系列政策的推动下，短中期内我国工程机械保有量有望维持平稳增长，从而带动润滑油添加剂需求量的稳步提升。

3 供给端：外资企业市占率高，国产替代空间大

润滑油添加剂领域呈现出产品类型丰富、应用范围广泛的特征，由于其产品配方具有独特性，生产工艺较为复杂，属于典型的技术密集型产业。为准确掌握润滑油添加剂市场应用并建立完善的技术研发体系，需经过长期的实验积累以及持续的研发资金投入。此外，润滑油添加剂更新换代速度较快，不同产品对各项指标的要求存在差异，这就要求企业具备深厚生产经验积淀以及先进的生产控制设备。

从单剂技术水平的发展态势来看，目前国内润滑油添加剂生产企业已具备全品类单剂的生产能力。常见单剂的生产工艺日益精进，国内部分单剂在品质上与国际添加剂巨头的产品已难分伯仲。但在新型及特色单剂领域，国内企业研发投入相对不足，规模化生产面临诸多挑战，现阶段仍高度依赖进口以填补市场缺口。

从复合剂技术水平的发展来看，受限于研发能力与开发成本等因素，国内复合剂生产在技术层面处于跟进状态。目前，具备开发实力或实现规模化生产的复合剂主要集中于中低端产品领域，高端复合剂产品仍主要依赖进口供应。

润滑油添加剂行业具有较高的客户准入壁垒。润滑油添加剂的质量状况与润滑油的质量及性能存在紧密关联，对终端用户设备的正常运行及经济效益具有直接影响。在此背景下，润滑油添加剂的用户，特别是大型润滑油企业，在遴选润滑油添加剂供应商时，制定了极为严苛的评审标准。润滑油企业主要从企业规模、品牌声誉、信用评级、质量管理体系、产品研发能力、检测检验手段、生产技术水平及供应保障能力等多个维度，进行全面的考察与评审，并实施长期严格的测试。在添加剂的选用上，下游企业不仅秉持极为严格的标准，还存在定制化需求。一旦供应商进入其采购体系，双方通常倾向于建立长期稳定的合作关系，以保障设备运行维护的稳定性。相较于价格因素，润滑油企业更注重添加剂的品质。因此，对于新进入本行业的企业而言，面临着较高的客户开发成本。

润滑油添加剂行业属于典型的资本密集型产业，在研发、生产与销售各环节均面临显著的资金壁垒。首先，生产设备与设施的建设需要大规模资金投入。在新产品研发过程中，企业亦需投入大量资金用于台架试验、行车试验以及产品的API认证等关键工作。其次，企业运营须具备一定规模的资金用于周转。除采购正常生产所需原材料外，通常还需对主要原材料预留一定数量的安全库存。因此，润滑油添加剂生产企业需要大量资金以维持研发、生产、和运营周转，这构成了进入该行业的重要资金门槛。

由于润滑油添加剂行业具有极高的技术、客户准入及资金等门槛，全球来看，润滑油添加剂的供应高度集中，主要由少数国际企业主导。我国方面，由于我国发动机工业发展相对滞后，润滑油添加剂产业也因而起步较晚，我国发动机用油标准及测试评价标准长期参照美国标准。尤其在高端内燃机、风电、核电、军工装备等领域，高端润滑油及添加剂市场被国外企业所垄断，内燃机油复合剂配方通常需获得美国石油学会（API）认证。

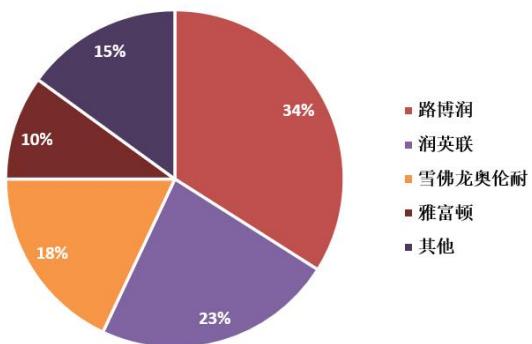
回顾国际市场，20世纪90年代末期，润滑油添加剂行业经历了一轮大规模的企业兼并与收购浪潮，此后产业集中度逐步提高，逐步形成了由路博润（Lubrizol）、润英联（Infineum）、雪佛龙奥伦耐（Chevron Oronite）和雅富顿（Afton）这四家国际知名润滑油添加剂企业主导的市场竞争格局。这四家企业均拥有悠久的发展历史，在技术研发和市场拓展方面积累了深厚的经验，共同占据全球约85%的添加剂市场份额。四大润滑油添加剂企业主要以复合剂销售为核心业务，其生产的单剂大多是内部自用；对于自身未生产或产能不足的单剂产品，则从外部单剂供应商处采购。

表 2：全球四大润滑油添加剂企业基本情况

公司名称	成立时间	总部	核心业务
路博润	1928年	美国俄亥俄州	路博润的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。
润英联	1999年	英国	润英联在车用润滑油添加剂方面比较有竞争优势。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。
雪佛龙奥伦耐	1917年	美国加利福尼亚州	雪佛龙奥伦耐公司在复合剂方面有很强的实力，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。
雅富顿	2004年	美国弗吉尼亚州	雅富顿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。

资料来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

图 17：全球润滑油添加剂市场集中度高



数据来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

我国润滑油添加剂产业起步虽晚，但自20世纪50年代初步创立以来，通过自主研发与技术引进并行的发展路径，历经多年的积累与进步，已具备相当的生产规模。近年来，国内民营润滑油添加剂企业从单剂产品及中低端复合剂产品的生产领域切入，在保持成本优势的同时，持续加大研发投入，提升产品技术含量，并以积极主动的态度服务下游厂商。在此推动下，国产添加剂市场份额稳步增长，在高端复合剂市场亦取得阶段

性突破。2016年9月，发动机润滑油中国标准开发创新联盟正式成立，此后，契合中国发动机技术特性的润滑油标准体系及产品技术标准将逐步推出。一系列举措将在一定程度上打破外资润滑油添加剂产品的先发优势，助力国内润滑油添加剂企业提升市场竞争力。

近年来，逆全球化趋势渐兴，地缘政治冲突加剧，全球润滑油添加剂供应链或遭受挑战。中国润滑油添加剂行业起步相对较晚，国内企业在市场份额方面仍有较大的提升空间。

目前我国的润滑油添加剂产能约有100万吨，外资企业产能占比约36%。其中，路博润在珠海拥有23.8万吨的产能。润英联在张家港建有10万吨的产能，同时其与中石化的上海海润拥有4万吨的润滑油添加剂产能。雪佛龙奥伦耐在宁波拥有1万吨的产能，同时另有2万吨在建。雅富顿在苏州拥有0.6万吨产能。虽然四大润滑油添加剂企业在我国建有本土工厂，但部分企业的单剂仍依赖进口，且部分进口和产自美国，预计贸易摩擦将对四大润滑油添加剂企业在我国的供应产生不同程度的影响。

内资企业产能方面，中石油的润滑油添加剂产能约9.4万吨，中石化（与润英联合资的上海海润）拥有4万吨产能，瑞丰新材拥有产能31.5万吨，利安隆拥有产能13.3万吨，无锡南方拥有产能5万吨，合计共63.2万吨。

表 3：我国润滑油添加剂产能情况

	公司	产地	已有产能 (万吨/年)	在建产能
外资	路博润	珠海	23.8	
	润英联	张家港一期	10	
		张家港二期		项目尚未投产
	雪佛龙奥伦耐	宁波一期	1	
		宁波二期		5万吨 (2万吨在建, 3万吨计划建设)
内资	雅富顿	苏州	0.6	
	总计		35.4	
	中石油	兰州	6.6	
		锦州	2.8	
	上海海润 (中石化50%+润英联50%)	上海	4	
	瑞丰新材	新乡	31.5	43.5万吨项目在建
	利安隆	锦州	13.3	3万吨单剂扩产
	无锡南方	无锡	5	
	总计		63.2	
	合计		98.6	

资料来源：观研天下，瑞丰新材2024年年报，利安隆2024年年报，东莞证券研究所

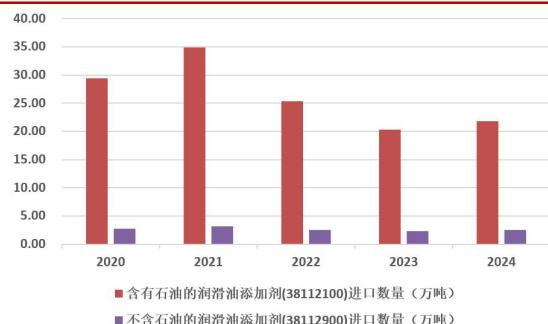
对外进口方面，根据海关总署的数据，2020-2024年，我国从国外进口的润滑油添加剂大致在30万吨上下波动，2024年，我国进口润滑油添加剂24.32万吨，同比增长7.74%。从进口国别来看，根据润滑油聚焦公众号、隆众资讯的数据，2020-2024年，我国从美国进口的润滑油添加剂数量占比大致在14%-25%之间。2024年，我国从美国进口3.88万吨润滑油添加剂，在含有石油的润滑油添加剂的进口量中占比17.82%。

近年来，国际贸易呈现出复杂性和多变性态势，贸易保护主义再度抬头。在润滑油添加剂领域，我国外资企业的部分产品及单剂原料进口自美国，随着贸易摩擦的升级，

外资企业的进口成本将明显增加。预计贸易摩擦将对这部分外资产品的市场竞争力产生较大负面影响，其市场份额或将出现下滑。

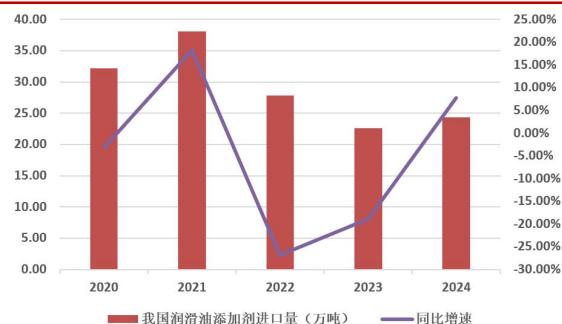
与之形成鲜明对照的是，我国内资润滑油添加剂企业近年来持续加大研发投入，技术水平稳步提升，产品质量与国际先进水平的差距逐步缩小。在贸易摩擦的背景下，供应链安全至关重要，润滑油客户开始将关注点转向本土内资企业，内资企业有望借此契机扩大市场份额，提升我国润滑油添加剂行业的自主可控能力。

图 18：2020-2024 年，我国含有石油的润滑油添加剂进口量和不含有石油的润滑油添加剂进口量变动情况



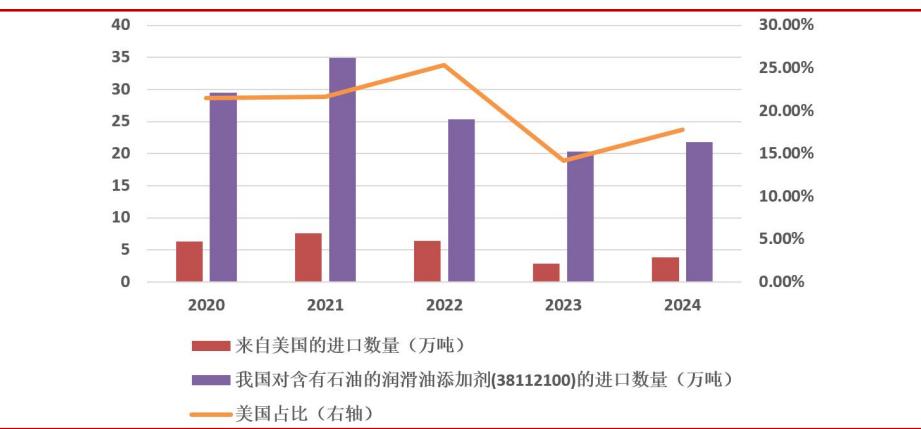
数据来源：iFinD，海关总署，东莞证券研究所

图 19：2020-2024 年我国润滑油添加剂（包括含有石油的和不含有石油的润滑油添加剂）进口量变动情况



数据来源：iFinD，海关总署，东莞证券研究所

图 20：2020-2024 年我国从美国进口的含有石油的润滑油添加剂占比变动情况



数据来源：润滑油聚焦公众号、隆众资讯，东莞证券研究所

4 重点公司

瑞丰新材（300910）

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。公司拥有完善的生产设备和生产技术工艺，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。公司主导产品为润滑油

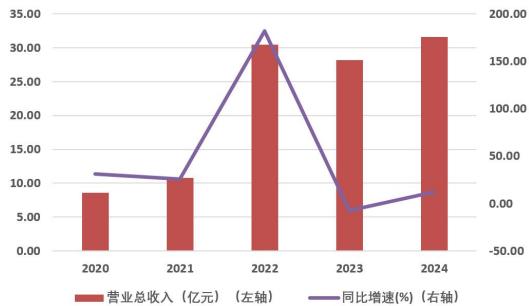
添加剂。2020-2024 年,润滑油添加剂产品为公司贡献了超过 90%的收入和毛利润,且贡献比例呈上升趋势。2024 年,公司润滑油添加剂在营业总收入和毛利润中的占比分别达到 97.32%和 97.58%。

2024 年,公司实现营业收入为 31.57 亿元,同比增长 12.14%;实现归属于上市公司股东净利润 7.22 亿元,同比增长 19.13%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6.81 亿元,同比增长 19.55%。公司 2024 年毛利率、净利率分别是 35.82% 和 22.93%,分别同比增加 0.82 和 1.3 个百分点。公司 2024 年业绩实现快速增长,主要是由于润滑油添加剂销量同比快增所致。公司全年销售润滑油添加剂 15.89 万吨,同比增长 16.49%。此外,公司目前复合剂收入占比超 60%,转型升级卓有成效,推动公司盈利能力提升。2025 年一季度,公司实现营业收入 8.49 亿元,同比+18.91%,归母净利润 1.95 亿元,同比+27.59%,扣非归母净利润 1.83 亿元,同比+25.11%;毛利率是 35.41% (YOY-0.09pcts, QOQ+0.28pcts),净利率是 23.14% (YOY+1.64pcts, QOQ-2.74pcts)。

公司目前已自主掌握了 CF-4 级、CH-4 级、CI-4 级、CK-4 级柴油机油复合剂配方工艺,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 级别复合剂已通过国外权威的第三方台架测试,已取得多个产品的 OEM 认证。截至 2024 年末,公司拥有 31.5 万吨润滑油添加剂的产能,在建项目包括年产 15 万吨润滑油添加剂系列产品和年产 46 万吨润滑油添加剂系列产品项目,由于项目部分产能已投产,目前公司合计在建产能 43.5 万吨,随着未来 70 万吨级产能体系的逐步建成与释放,公司有望成为全球润滑油添加剂重要供应商,并加速国产替代进程。

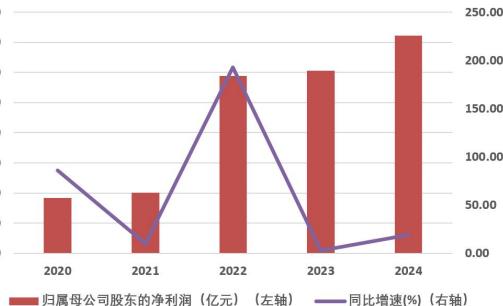
公司将加快获取不同应用领域的第三方权威认证,纵向延伸技术链条实现关键原料自主可控,横向拓展产品矩阵满足多元化需求,通过技术协同与资源整合为客户提供系统解决方案,提升价值链话语权。同时,公司将强化技术创新与可持续发展能力,聚焦环保型与高性能产品研发,推动生产工艺绿色升级,形成差异化竞争力。通过规模优势、技术溢价和服务增值的复合驱动,公司有望实现产能高效释放与全球市场份额的实质性突破,从而持续提升公司在全球行业的影响力。

图 21:2020-2024 年瑞丰新材营业总收入变动情况



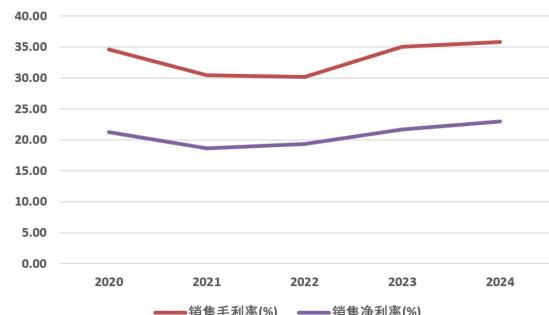
数据来源: 同花顺 iFinD, 东莞证券研究所

图 22:2020-2024 年瑞丰新材归母净利润变动情况



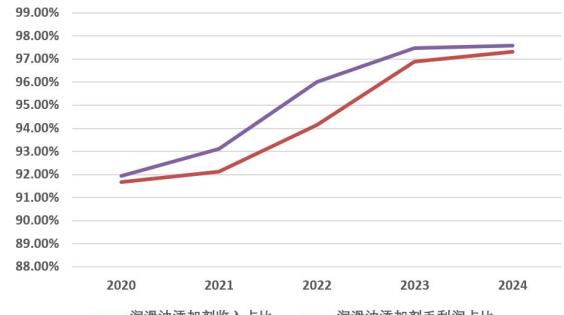
数据来源: 同花顺 iFinD, 东莞证券研究所

图 23: 2020-2024 年瑞丰新材毛利率、净利率变动情况



数据来源: 同花顺iFinD, 东莞证券研究所

图 24: 2020-2024 年瑞丰新材润滑油添加剂业务收入、毛利润占比逐年提升



数据来源: 同花顺iFinD, 东莞证券研究所

利安隆 (300596)

公司布局了高分子材料抗老化业务、润滑油添加剂业务、生命科学业务三大业务板块。高分子材料抗老化业务方面,公司是全球高分子材料抗老化助剂全系列产品的主要生产商与供应商,产品覆盖了主抗氧剂(Primary Antioxidants)、辅抗氧化剂(Secondary Antioxidants)、紫外线吸收剂(UVA)、受阻胺类光稳定剂(HALS)、复配定制(U-pack)。

公司成立以来,始终以向全球高分子材料客户提供高品质抗氧化剂、光稳定剂产品及抗老化技术为主要业务,并不断发展代表高分子材料抗老化行业发展趋势的U-pack个性化定制产品业务。随着珠海基地抗氧剂新增产能、衡水基地内蒙基地光稳定剂新增产能投产达产,加上具有全球产能和市场优势的特殊抗氧剂、紫外线吸收剂产品,公司产品竞争能力和供应保障能力进一步提升,为实现全球抗老化头部的目标奠定了坚实的基础。

2024年,公司实现营业收入56.87亿元,同比+7.74%;实现归母净利润4.26亿元,同比+17.61%;实现扣非归母净利润4.11亿元,同比+19.67%;毛利率是21.24%,同比+1.46个百分点;净利率是7.28%,同比+0.51个百分点。分业务来看,公司核心业务抗老化添加剂营业收入45.94亿元,同比增长5.73%,出货量12.36万吨,同比增长6.40%,毛利率同比提升2.19个百分点至26.3%。润滑油添加剂方面,2024年,润滑油添加剂业务营业收入10.64亿元,同比增长15.40%,出货量5.83万吨,同比增长23.23%。单季度来看,公司2024Q4实现营业收入14.22亿元(YOY+0.04%,QOQ-1.59%),实现归母净利润1.12亿元(YOY+41.32%,QOQ+19.15%),实现扣非归母净利润1.10亿元(YOY+48.36%,QOQ+22.22%),毛利率是21.56%(YOY+0.29pcts,QOQ+0.96pcts),净利率是7.45%(YOY+1.8pcts,QOQ+1.11pcts),四季度业绩同环比均实现提升。

2022年起,公司主营业务新增润滑油添加剂业务,紧抓“供应链自主可控”的关键窗口期,为公司可持续增长奠定基础。公司控股子公司锦州康泰专注于多种润滑油添加剂及润滑材料的研发与生产,是国内润滑油添加剂行业第一梯队供应商,拥有成熟的产品线布局、领先的人力资源、技术储备以及广泛的客户群资源,产品销售覆盖全国并出口至全球20多个国家和地区,其中主要市场份额集中于国内区域,国际市场主要分布

在亚太地区，已积累 3,000 余家国内外客户，并与国际四大润滑油添加剂公司建立了产业链合作。

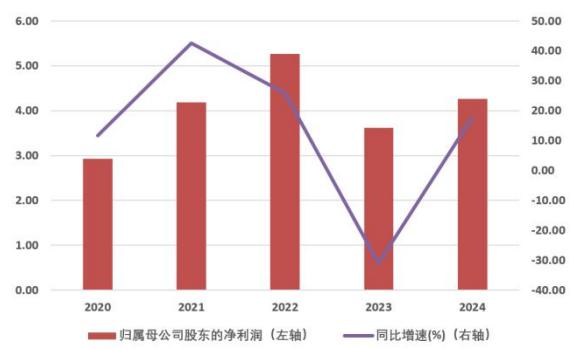
2022-2024 年，公司润滑油添加剂业务收入分别为 6.06、9.22、10.64 亿元，在公司营收中的占比分别是 12.50%、17.46% 和 18.70%，呈上行趋势。然而，受产能爬坡过程中产能利用率较低、固定资产折旧增加等因素的影响，2022-2024 年，公司润滑油添加剂业务毛利率分别是 17.05%、11.85% 和 9.95%，2023、2024 年呈下行趋势，但 2024 年随着产能利用率的逐步提升，公司润滑油添加剂的毛利率逐季改善。

图 25: 2020-2024 年利安隆营业收入变动情况



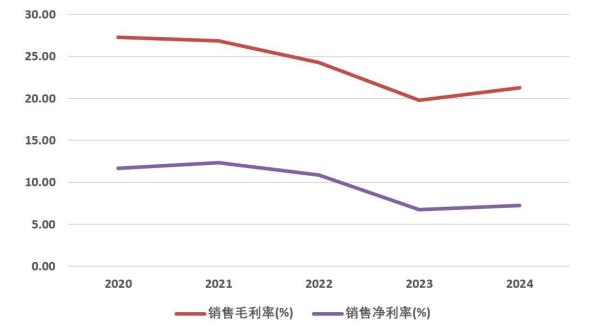
数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 26: 2020-2024 年利安隆归母净利润变动情况



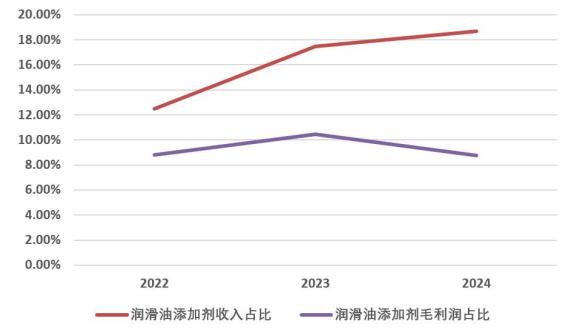
数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 27: 2020-2024 年利安隆毛利率、净利率变动情况



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 28: 2022-2024 年利安隆润滑油添加剂收入、毛利润占比变动情况



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

5 投资建议

2023 年润滑油添加剂全球市场规模达到 160 亿美元。全球润滑油添加剂约 70% 应用于机动车领域，在此之后，金属加工液与工业发动机润滑油对添加剂的使用量大致相当。QY Research 的数据显示，2023 年全球润滑油添加剂市场销售额达到 159.9 亿美元，预计 2030 年将达到 182.1 亿美元，对应 2024 至 2030 年的年均复合增速为 1.9%。作为全

球润滑油添加剂的重要消费国，我国 2021 年润滑油添加剂的表观需求量为 95.01 万吨，2013–2021 年年均复合增速为 2.99%。

需求端，交通用润滑油方面，虽然随着新能源汽车渗透率的提升，我国传统燃油车保有量增速将下行，但插电混动汽车销量保持快增，且今年我国继续加力刺激汽车消费，汽车整体销量有望维持稳定增长，交通用润滑油及其添加剂的需求量短中期有望维持相对平稳。工业用润滑油方面，在设备更新政策、新增专项债规模快速扩张的推动下，短中期内我国工程机械保有量有望维持平稳增长，从而带动工业用润滑油及其添加剂需求量的稳步提升。

供给端，由于润滑油添加剂行业具有极高的技术、资金及客户准入等壁垒，全球来看，润滑油添加剂的供应高度集中，主要由路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐和雅富顿这四家国际企业主导，合计占据全球约 85%的市场份额。2020–2024 年，我国从国外进口的润滑油添加剂大致在 30 万吨上下波动，2024 年，我国进口润滑油添加剂 24.32 万吨，同比增长 7.74%。从进口国别来看，根据润滑油聚焦公众号、隆众资讯的数据，2020–2024 年，我国从美国进口的润滑油添加剂数量占比大致在 14%–25% 之间。在贸易摩擦的背景下，供应链安全至关重要，润滑油客户开始将关注点转向本土内资企业，内资企业有望借此契机扩大市场份额，提升我国润滑油添加剂行业的自主可控能力。

综合来看，需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，但由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口 20–30 万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。个股方面建议关注瑞丰新材（300910）和利安隆（300596）。

表 4：重点公司盈利预测（截至 4 月 25 日收盘价）

代码	股票名称	股价（元）	总市值(亿元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
300910	瑞丰新材	61.17	178.49	2.52	2.99	3.63	24.27	20.46	16.85	增持	首次
300596	利安隆	27.96	64.20	1.86	2.31	2.71	15.06	12.10	10.32	增持	首次

资料来源：iFind，东莞证券研究所（瑞丰新材、利安隆 EPS 预测值为 iFind 中的机构一致预测）

6 风险提示

- (1) 国内外宏观经济波动导致下游需求不及预期风险：润滑油添加剂下游应用领域包括汽车、重卡、工程机械等，需求受宏观经济环境及下游行业景气程度影响较大。
- (2) 产业政策风险：燃油发动机是润滑油主要应用领域之一。据相关报道，欧洲部分国家已经出台了燃油汽车禁售时间表，若我国停止生产销售传统能源汽车时间表出台，将会降低增量市场对燃油发动机用润滑油的需求量，从而对润滑油

添加剂产销产生不利影响。

- (3) 贸易摩擦风险：近年来，全球经济环境复杂多变，贸易保护主义兴起，一些国家利用反倾销、反补贴、技术壁垒等手段对我国产品出口设置障碍，可能对润滑油添加剂产品扩大出口造成不利影响。
- (4) 行业产能增加导致行业竞争加剧风险：如果国内外优势企业进一步大幅扩张产能，或有新的竞争者进入市场，可能导致市场竞争加剧，产品价格、盈利有可能出现大幅波动。
- (5) 原材料、能源价格波动风险：近年来，逆全球化趋势渐兴，地缘政治冲突加剧，全球润滑油添加剂供应链或遭受挑战，润滑油添加剂上游原材料部分依赖进口，存在成本大幅波动风险。

东莞证券研究报告评级体系：
公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
增持	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
持有	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级

超配	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
标配	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深300指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn