

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

—瑞丰新材（300910.SZ）公司深度报告

投资要点

✉ qingian@cfsc.com.cn

日均成交额（百万元） 133.35

资料来源：Wind，华鑫证券研究

1、《瑞丰新材（300910）：复合剂转型与全球化驱动构筑成长新空间》
2025-04-10

■ 风险提示

燃料替代风险；原油价格波动风险；润滑油添加剂生产原材料价格波动风险；海外市场拓展风险；国际贸易政策变化风险；汇率风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,157	3,864	4,787	5,777
增长率（%）	12.1%	22.4%	23.9%	20.7%
归母净利润（百万元）	722	866	1,069	1,289
增长率（%）	19.1%	19.9%	23.4%	20.5%
摊薄每股收益（元）	2.48	2.97	3.67	4.42
ROE（%）	21.5%	22.9%	25.0%	26.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、国内润滑油添加剂龙头，经营业绩快速增长.....	5
1.1、国内润滑油添加剂头部企业	5
1.2、聚焦润滑油添加剂业务，业绩呈现良好增长趋势	7
2、润滑油添加剂市场规模稳步扩容.....	10
2.1、润滑油添加剂种类丰富，应用范围宽广	10
2.2、全球润滑油添加剂市场规模稳步增长	12
2.3、全球汽车产量增长将是推动润滑油添加剂需求增长的主要因素.....	13
2.4、国际四大公司控制 85%市场份额，国产替代加速进行中	16
3、润滑油添加剂认证壁垒高，公司不断推进复合剂产品 API 认证突破.....	20
3.1、润滑油行业认证标准较为严格	20
3.2、公司积极布局台架试验，复合剂产品认证持续突破	22
3.3、公司技术突破逐步带来的市占率扩张有望提升公司业绩	23
3.4、公司对比	24
4、盈利预测评级.....	27
5、风险提示.....	27

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构.....	6
图表 3：公司主要产品及产能.....	6
图表 4：公司产品结构.....	7
图表 5：2018-2024 年公司营业收入及同比增速.....	7
图表 6：2018-2024 年公司归母净利润及增速.....	7
图表 7：2018-2024 年公司分产品营业收入.....	8
图表 8：润滑油添加剂业务毛利率稳步增长	8
图表 9：公司主营业务海外营收快速增长	9
图表 10：公司主营业务海外毛利率高于国内	9
图表 11：公司销售毛利率和销售净利率稳步提升	9
图表 12：公司研发费用率稳步提升	9
图表 13：润滑油添加剂的应用路径及领域	10
图表 14：润滑油添加剂种类及功能	10
图表 15：润滑油添加剂产业链	11
图表 16：2013-2025E 全球润滑油添加剂市场规模及增速.....	12
图表 17：2013-2025E 全球润滑油添加剂消耗量及增速.....	12
图表 18：全球润滑油添加剂在润滑油中应用分布情况	12

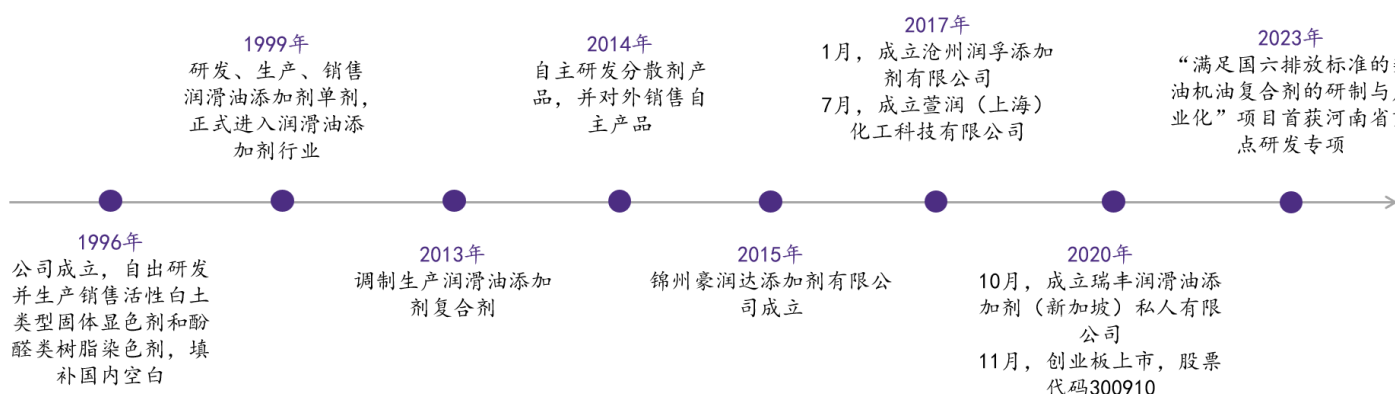
图表 19: 全球润滑油添加剂消耗功能分布情况	12
图表 20: 全球汽车产量	13
图表 21: 全球汽车保有量	13
图表 22: 预计全球润滑油添加剂市场规模持续高速增长	14
图表 23: 2015-2022 年我国润滑油添加剂供需格局情况	15
图表 24: 国内润滑油添加剂单价	15
图表 25: 主要润滑油添加剂公司全球市场份额	16
图表 26: 国外主要润滑油添加剂公司产品涵盖领域及优势	17
图表 27: 我国主要润滑油添加剂生产企业产能情况	18
图表 28: 2017-2023 年中国润滑油添加剂进出口数量	18
图表 29: 2017-2022 年中国润滑油添加剂进口依存度下降, 国产替代加速进行	18
图表 30: 2024 年中国润滑油添加剂分国家出口数额	19
图表 31: 全球各润滑油添加剂市场区域分布占比情况	19
图表 32: 润滑油认证体系	20
图表 33: API 汽油发动机机油标号的含义	21
图表 34: API 标准发展历程	21
图表 35: API 等级认证流程	21
图表 36: 公司柴油发动机台架	22
图表 37: 公司天然气发动机台架	22
图表 38: 公司汽油发动机台架	22
图表 39: 公司汽机油行车试验	22
图表 40: 公司与 New Market 销售毛利率对比	24
图表 41: 公司与 New Market 销售净利率对比	24
图表 42: 公司与 New Market 的 ROE 对比	24
图表 43: 公司与 New Market 归母净利率对比	24
图表 44: 公司与 New Market 资产周转率对比	25
图表 45: 公司与 New Market 权益乘数对比	25
图表 46: 公司与 New Market 分红比例对比	25
图表 47: 公司与 New Market 股息率对比	25

1、国内润滑油添加剂龙头，经营业绩快速增长

1.1、国内润滑油添加剂头部企业

瑞丰新材成立于 1996 年，1996 年自主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，填补国内空白；1999 年，公司开始研发润滑油添加剂产品，正式进入润滑油添加剂行业；2013 年，公司开始调制生产复合剂产品，于 2014 年实现自主研发分散剂产品，并实现对外销售自主产品；2015 年，锦州豪润达添加剂有限公司成立；2017 年，公司 7 月成立沧州润孚添加剂有限公司，7 月成立莹润（上海）化工科技有限公司；2019 年，中石化资本对公司进行产业投资；2020 年，公司 10 月成立瑞丰添加剂（新加坡）私人有限公司，11 月公司在深交所创业板上市，并获得中石化增资；2023 年，“满足国六排放标准的柴油机油复合剂的研制与产业化”项目首获河南省重点研发专项。目前，公司已经发展成为国内头部的润滑油添加剂供应商。

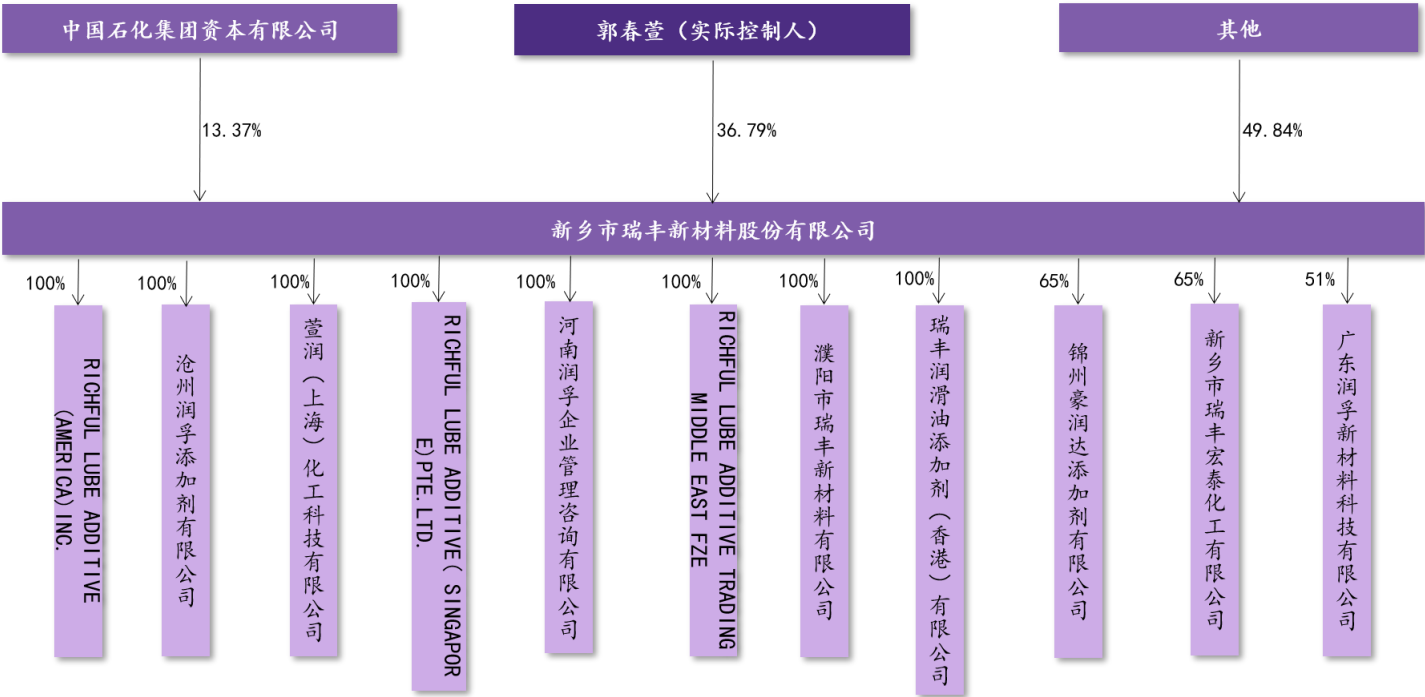
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司实际控制人为郭春莹先生，中石化注资与公司深度合作。截至 2025 年 2 月 6 日，郭春莹直接持有公司 36.79% 股本，是公司的实际控制人。中石化资本直接持有公司 13.37% 股本，为公司第二大股东。中石化资本于 2019 年对公司进行产业投资，公司通过引入中石化资本，将提升公司品牌价值和扩大市场份额，并结合公司自身的技术优势在未来不断增强在行业内的影响力，进而提升公司的市场竞争力。

图表 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究

公司主要产品为润滑油添加剂，属于精细化工材料，按用途可以分为润滑油添加剂、无碳纸显色剂两大类，其中主导产品为润滑油添加剂。

润滑油添加剂：公司生产的润滑油添加剂产品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。截至 2024 年，润滑剂添加剂（单剂）设计产能 31.5 万吨，产能利用率 63.66%，在建产能 43.5 万吨。

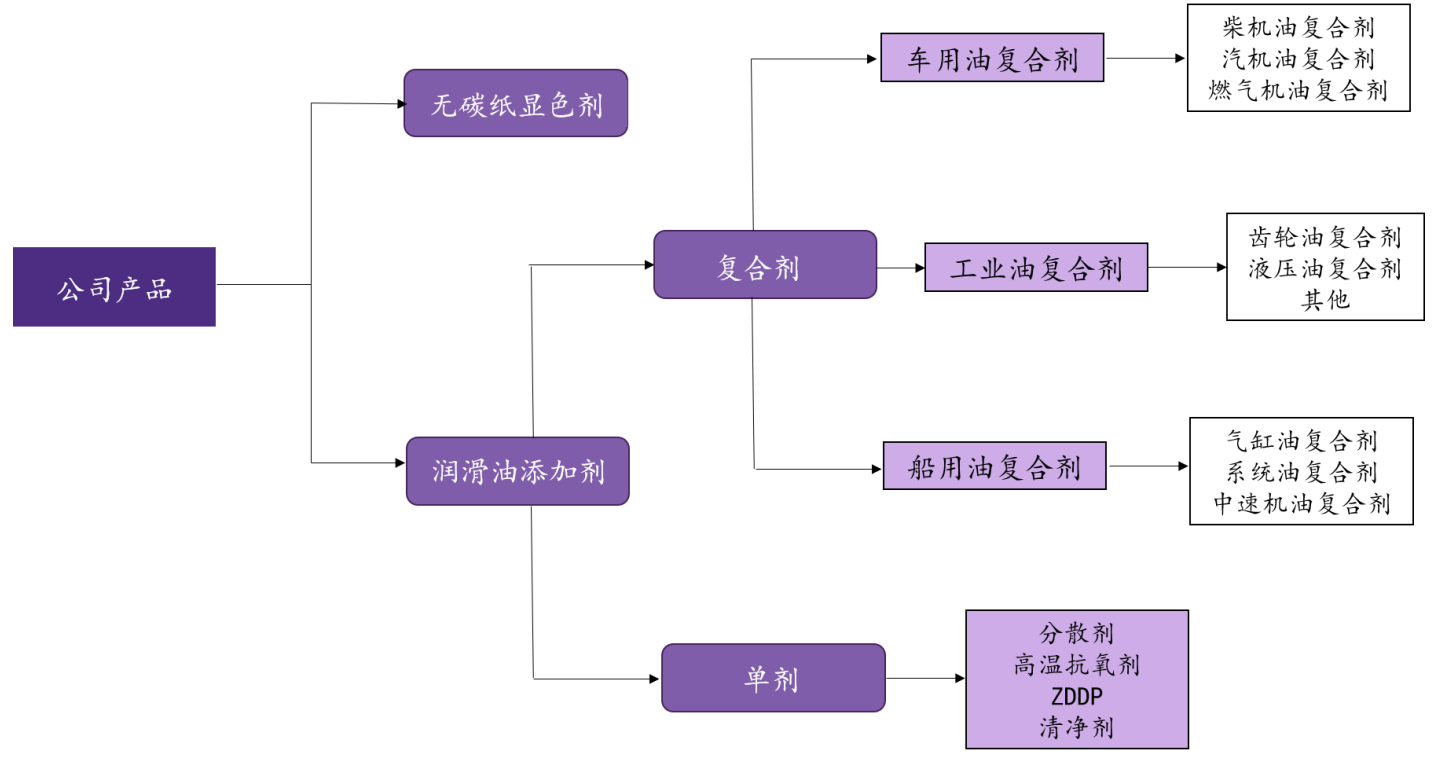
无碳纸显色剂：公司无碳纸显色剂产品广泛用于采用无碳纸制作的各种多联的发票、收据、快递单、空白打印纸等。无碳纸显色剂通常分为活性白土显色剂和树脂显色剂，树脂显色剂又可以分为酚醛类树脂显色剂和水杨酸类树脂显色剂。截至 2024 年，无碳纸显色剂设计产能 1 万吨，产能利用率 39.25%。

图表 3：公司主要产品及产能

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）	31.5 万吨	63.66%	43.5 万吨
无碳纸显色剂	1 万吨	39.25%	

资料来源：瑞丰新材 2024 年年报，华鑫证券研究

图表 4：公司产品结构



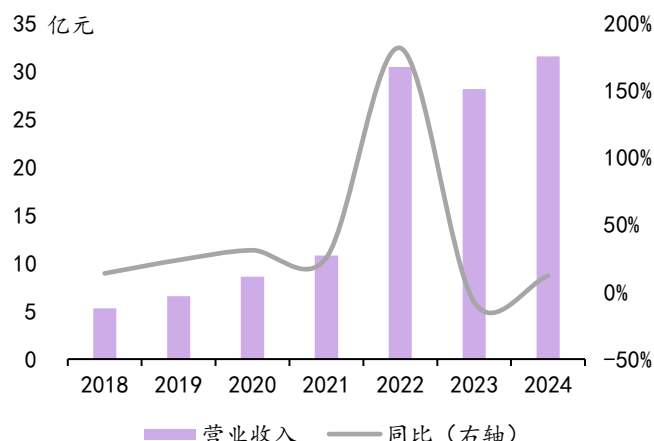
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.2、聚焦润滑油添加剂业务，业绩呈现良好增长趋势

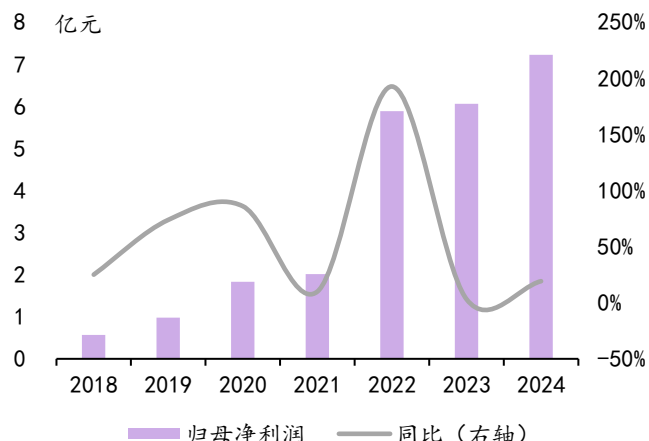
润滑油添加剂业务驱动公司业绩增长。2018-2024 年，公司营收从 5.3 亿元提升至 31.57 亿元，近 6 年复合增速为 34.64%，归母净利润由 0.57 亿元增至 7.22 亿元，复合增速 52.68%。2018-2022 年，受益于全球供应链波动带来的市场机遇以及公司向高附加值复合剂的成功转型，公司业绩高速增长。2023 年多为去库存状态，公司收入略有下滑，2024 年公司复合剂收入占比超过 60%，实现营业收入 31.57 亿元，同比增长 12.14%，归母净利润 7.22 亿元，同比增长 19.13%。

图表 5：2018-2024 年公司营业收入及同比增速

图表 6：2018-2024 年公司归母净利润及增速



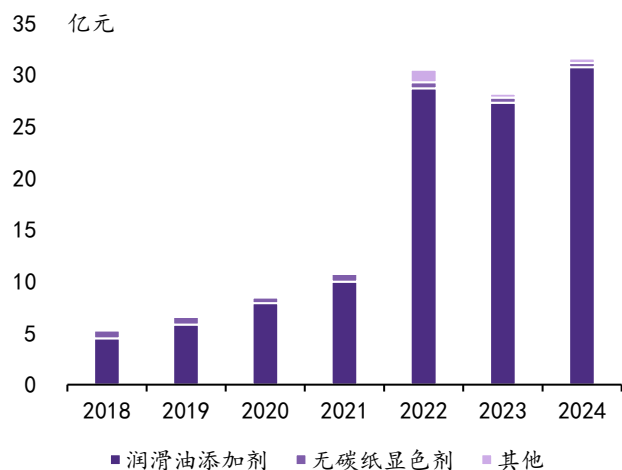
资料来源: Wind, 华鑫证券研究



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

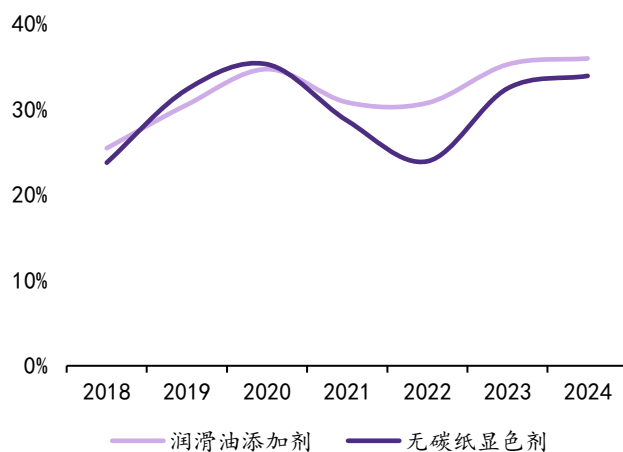
润滑油添加剂是公司主要收入来源，占比稳步提升。作为主导产品，随着公司润滑油添加剂的技术不断突破，主营业务逐步向其集中：公司润滑油添加剂营业收入占比由 2018 年的 84.24% 提升至 2024 年的 97.32%，2024 年润滑油添加剂产品实现营收 30.73 亿元，而其毛利率由 2018 年的 25.43% 逐步提升至 2024 年的 35.92%。据中商产业研究院，电子化、无纸化趋势下，无碳复写纸景气度或逐步下行，无碳纸显色剂需求或呈现下降的趋势，而公司业务逐步向润滑油添加剂集中有望提升公司整体业务景气度。

图表 7：2018-2024 年公司分产品营业收入



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 8：润滑油添加剂业务毛利率稳步增长

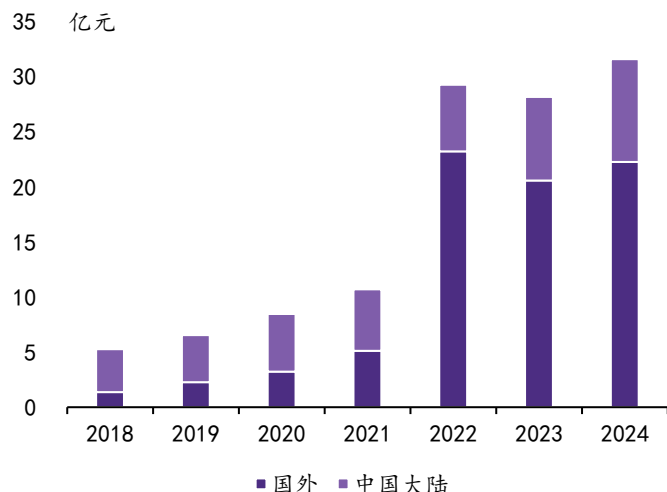


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司营收主要来源于海外业务。2018 年以来，海外收入自 1.36 亿元提升至 2024 年 22.26 亿元，近 6 年复合增速为 59.34%，营收占比从 25.7% 提升至 70.49%，2024 年公司实现海外营收 22.26 亿元，同比增长 8.2%；同期国内收入增速显著放缓，近 6 年复合增速为 15.68%，营收占比从 73.25% 下降至 29.51%。在全球润滑油供应链受地缘冲突、极端天气等冲击背景下，公司把握国际产业链重构机遇，加速海外市场拓展，实现海外市场份额快速提升，同时润滑油添加剂面临国内进口替代加速的局面，国内市场需求亦为公司创造较好

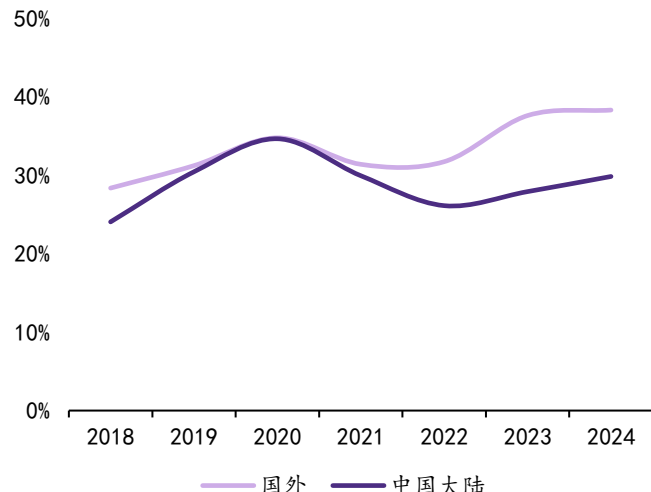
业务增长空间。

图表 9：公司主营业务海外营收快速增长



资料来源：Wind，华鑫证券研究

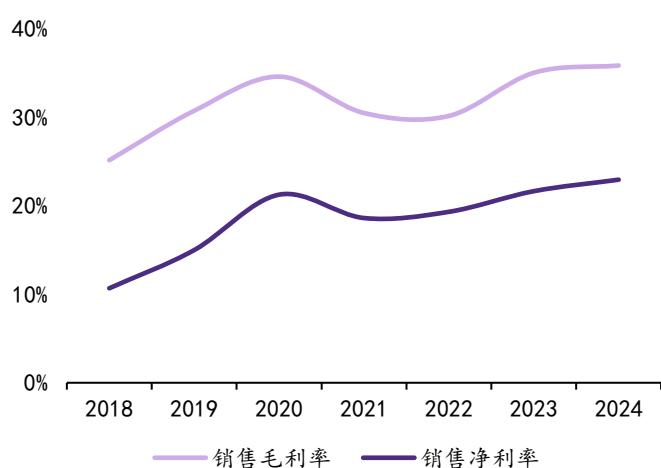
图表 10：公司主营业务海外毛利率高于国内



资料来源：Wind，华鑫证券研究

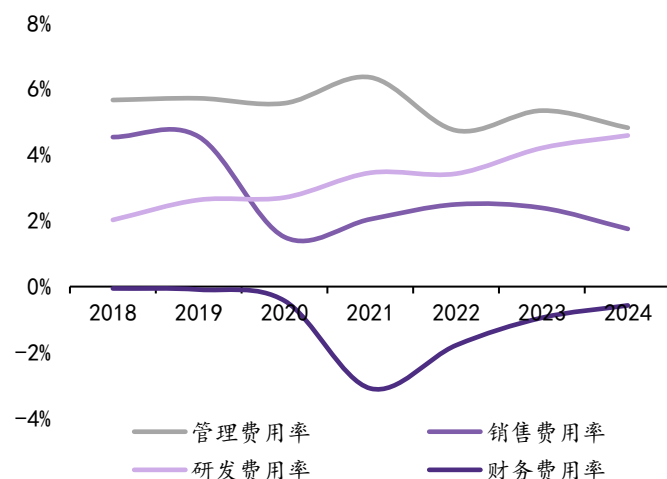
公司毛利率与研发投入强度同步提升。2018 至 2024 年，公司整体销售毛利率由 25.13% 升至 35.82%，净利率自 10.67% 增至 22.93%，主要原因为公司产品结构优化，润滑油添加剂占比持续走高。同期研发投入强度持续增加，研发费用率从 2.02% 提升至 4.58%，产品核心技术能力得到逐年提升。

图表 11：公司销售毛利率和销售净利率稳步提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：公司研发费用率稳步提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、 润滑油添加剂市场规模稳步扩容

2.1、 润滑油添加剂种类丰富，应用范围宽广

润滑油添加剂是指能够提高润滑油配方性能，用于开发准双曲面齿轮、汽轮机、船用、轨道柴油发动机、现代乘用车发动机及工业加工机械等有助于提升设备性能优势的一种产品。润滑油添加剂是用于提升润滑油配方性能的一种产品，将其添加入润滑油内，能在一定程度上提升润滑油产品性能，最终实现润滑油在机械系统中的运行效率，或延长使用寿命和提高稳定性的添加助剂。润滑油添加剂服务于润滑油市场，与基础油共同组成润滑油成品，一般在润滑油总体中占比约 2%至 30%。润滑油添加剂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、乳化炸药等应用场景。

图表 13：润滑油添加剂的应用路径及领域



资料来源：瑞丰新材招股说明书，华鑫证券研究

润滑剂可分为单剂和复合剂，复合剂用途更为多效全面。单剂产品通常对于润滑油的性能改善只具有单一的功效，单剂产品主要有清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、高温抗氧剂等；复合剂通常具有复合效应，主要为多种上述单剂产品与不同类型的基础油混合加工而成，为在各类运行环境下为不同类型的发动机提供全面保护，主要用于调制内燃机油、齿轮油、液压油和各种发动机油路、润滑系统等。

图表 14：润滑油添加剂种类及功能

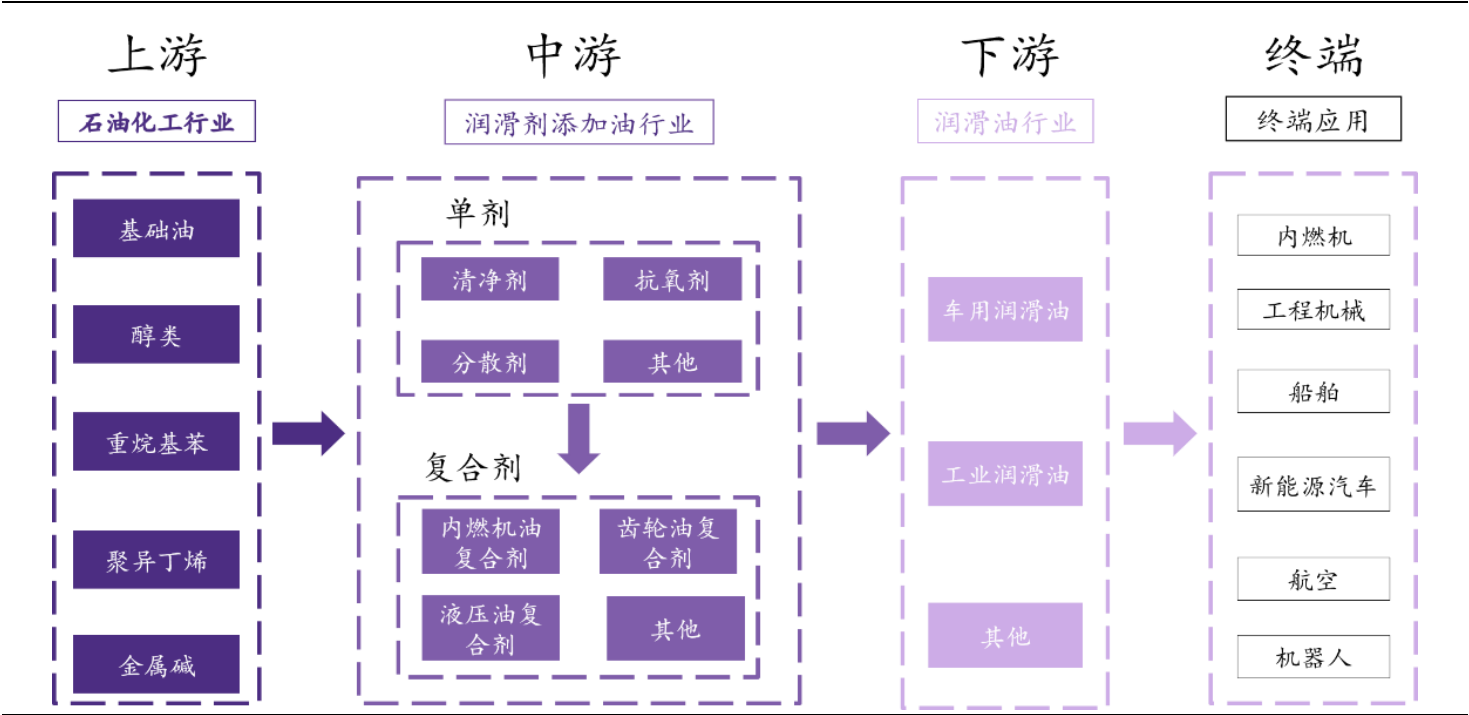
剂型	产品	功能特点
单剂	清净剂	中和油品燃烧过程中氧化生成的酸性物质，减少部件的锈蚀、腐蚀及防止关键部分沉积物的生成
	抗氧抗腐剂	有效防止发动机轴承腐蚀和因高温油品氧化变稠；具有良好的抗氧、抗腐、抗磨性
	高温抗氧剂	在高温条件下抑制油品的氧化能力突出，延长油品的储存和使用寿命

	分散剂	抑制发动机活塞积碳和气模的生成，可减少发动机部件上的有害沉积物的形成与聚集，保持润滑部件的清洁
	黏度指数改进剂	可改善润滑油的黏度和粘温指数
	降凝剂	降低油品的凝固点
	抗泡沫剂	抑制泡沫的产生
	极压抗磨剂	在摩擦高温下能与金属反应，生成低剪切应力和熔点的化合物，有效防止金属表面咬合和焊熔
	防锈剂	在金属表面形成分子保护层，防止氧和水与金属接触，从而保护金属不致锈蚀
复合剂	内燃机油复合剂、齿轮油复合剂、液压油复合剂、自动传动液复合剂等	同时具有上述单剂的部分或者全部组合功能，设计用途为在各类运行环境下为不同类型的发动机提供全面保护

资料来源：《中华人民共和国石油化工行业标准》，瑞丰新材招股说明书，方杉化学，中国润滑油信息网，华鑫证券研究

润滑油添加剂行业的上游行业为石油化工行业。上游行业为润滑油添加剂提供原材料，主要为基础油、醇类、重烷基苯、聚异丁烯、金属碱等，整体而言，润滑油添加剂原材料成本易受到国际原油价格波动的影响。中游为润滑油添加剂行业，加工制造单剂和复合剂。下游润滑油行业主要生产车用润滑油和工业用润滑油，终端应用在内燃机、汽车、船舶、航空等领域。

图表 15：润滑油添加剂产业链

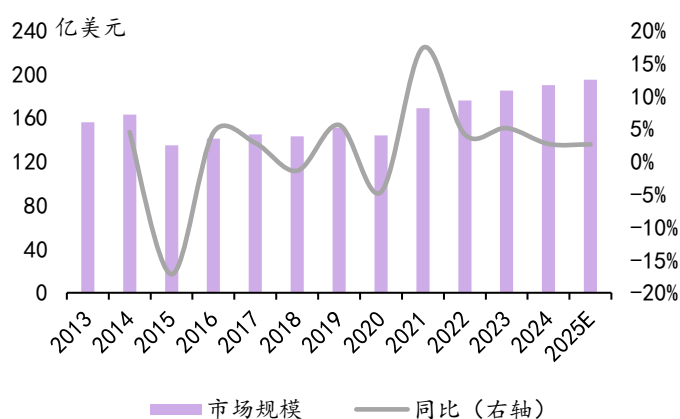


资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

2.2、全球润滑油添加剂市场规模稳步增长

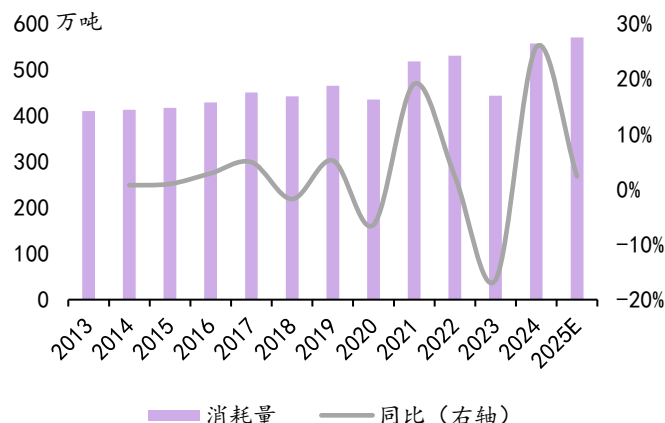
全球润滑油添加剂行业规模持续增长，预计 2025 年全球润滑油添加剂市场规模达到 195 亿美元。全球润滑油添加剂需求量自 2013 年的 410 万吨提高至 2021 年的 518 万吨，对应市场规模也从 156 亿美元增长至 169 亿美元。随着印度、巴西等新兴经济体工业化加速，推动行业进入新一轮扩张周期。据《国内外润滑油添加剂市场分析》中预测，2025 年全球需求量有望达到 570 万吨，市场规模将增至约 195 亿美元。

图表 16：2013-2025E 全球润滑油添加剂市场规模及增速



资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》，中国润滑油信息网，华鑫证券研究

图表 17：2013-2025E 全球润滑油添加剂消耗量及增速



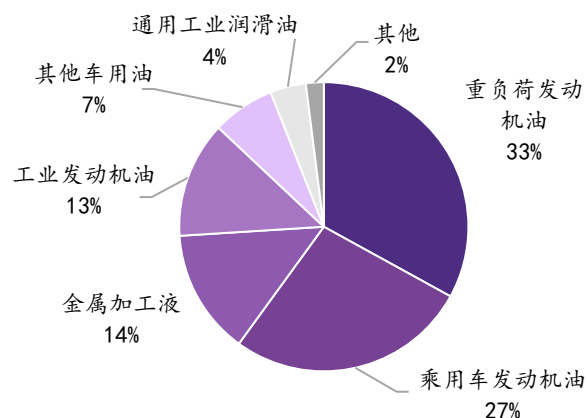
资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》，中国润滑油信息网，华鑫证券研究

从润滑油添加剂应用分布情况来看，润滑油添加剂主要应用于发动机油之中。发动机油领域整体润滑油添加剂消耗占比为 73%，其中乘用车发动机润滑油（PCMO）和重负荷发动机润滑油（HDMO）为主要应用场景。尽管 PCMO 与 HDMO 仅占全球润滑油总消耗量的 46%，但其添加剂用量占比却达 60%。此外，金属加工液与工业发动机润滑油添加剂用量相近，其余少量需求分布于通用工业润滑油及润滑脂等细分领域。

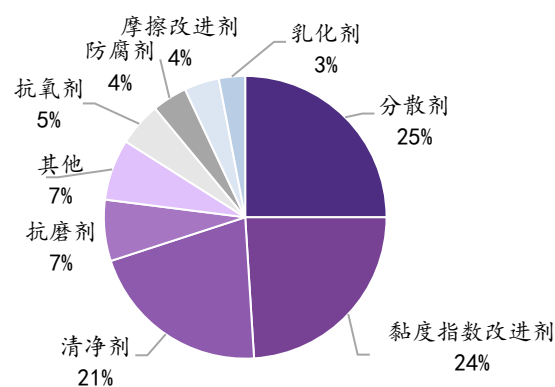
从润滑油添加剂功能看，分散剂、黏度指数改进剂及清净剂三大品类合计占比达总消耗量的 70%。其余添加剂中，抗磨剂占据 7%，抗氧剂占 5%、摩擦改进剂占 4%、防腐剂占 4% 及乳化剂占 3%，剩余 7% 为其他辅助性添加剂。

图表 18：全球润滑油添加剂在润滑油中应用分布情况

图表 19：全球润滑油添加剂消耗功能分布情况



资料来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，华鑫证券研究



资料来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》，华鑫证券研究

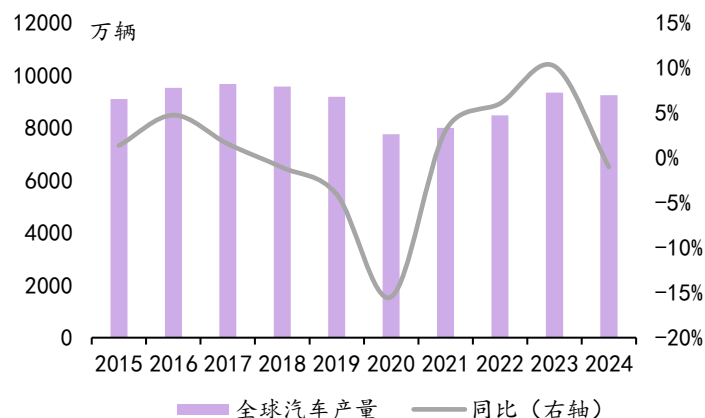
2.3、全球汽车产量增长将是推动润滑油添加剂需求增长的主要因素

全球汽车工业持续发展推动提升润滑油添加剂需求。根据 OICA 统计，全球汽车保有量从 2015 年的 12.87 亿辆增至 2020 年的 15.9 亿辆，复合增长率 4.32%；受经济下行、贸易摩擦及 2020 年疫情影响，2020 年全球产量降至 7762 万辆，同比降低 15.47%，2021 年后逐步复苏，产量同比正增长，2023 年和 2024 年产量均高于 9000 万辆，汽车行业的规模扩张与保有量增长持续推动润滑油添加剂市场发展。

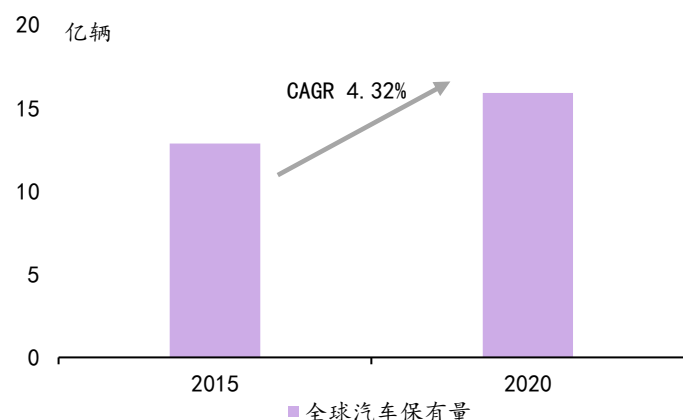
全球汽车行业产量增长将是推动润滑油添加剂市场需求长期增长的主要因素之一。基础油混合中添加剂使用量的增加，可有效延长设备使用寿命和性能，而符合环境法规和消费者期望的优质产品的开发，将更匹配工业润滑油高质量要求的中高端市场的需求，为润滑油添加剂市场进一步扩容。

图表 20：全球汽车产量

图表 21：全球汽车保有量



资料来源：OICA，华鑫证券研究



资料来源：OICA，华鑫证券研究

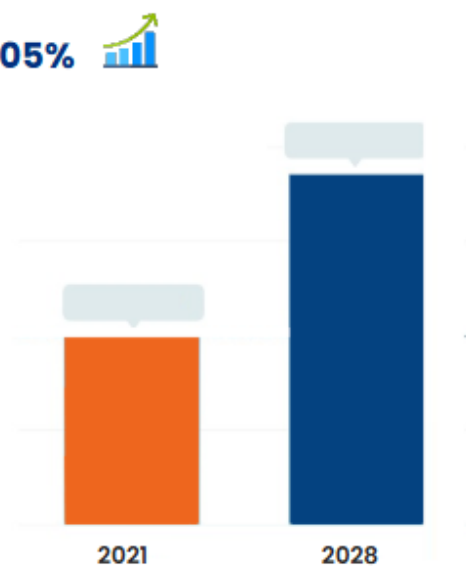
全球润滑油添加剂市场规模预计持续增长。据 Data Bridge，预计 2021 至 2028 年全球润滑油添加剂市场将以 6.05% 的复合增速持续增长。

图表 22：预计全球润滑油添加剂市场规模持续高速增长

Global Lubricant Additives Market

Market Size in USD Billion

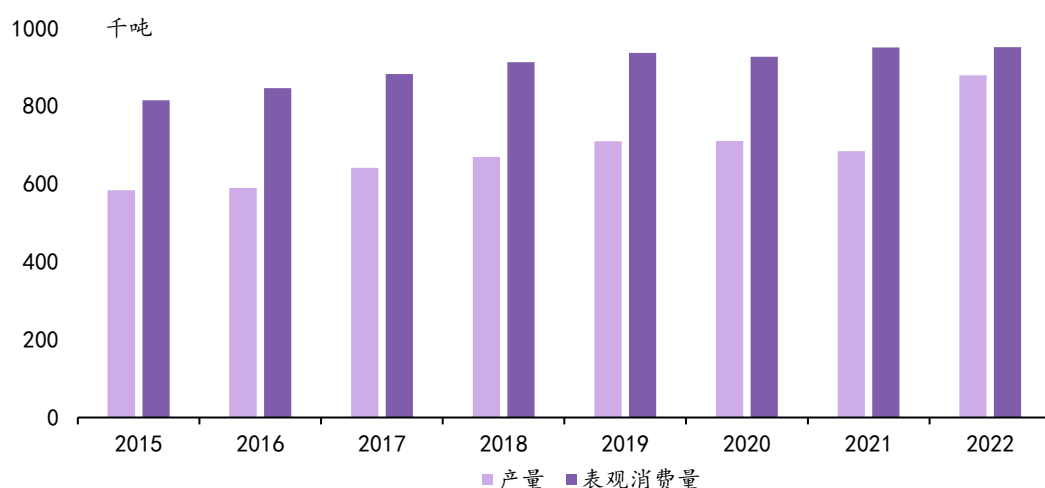
CAGR: 6.05%



资料来源：Data Bridge，华鑫证券研究

中国为全球第二大润滑油添加剂市场，市场规模稳步增长。美国以 29% 的全球占比稳居润滑油添加剂第一大市场，中国作为第二大市场，占比 16.6%。国内产量从 2015 年的 58.3 万吨增至 2022 年的 87.8 万吨，复合增长率 6.02%。同期表观消费量由 2015 年的 81.4 万吨逐步提升至 95 万吨，复合增速为 2.23%，需求端总体呈现平稳增长的趋势。

图表 23：2015-2022 年我国润滑油添加剂供需格局情况



资料来源：《中国润滑油行业现状及发展趋势分析》，华鑫证券研究

价格方面，据智研咨询，受原油价格波动影响，2022 年中国润滑油添加剂均价上升至 2 万元/吨以上。

图表 24：国内润滑油添加剂单价

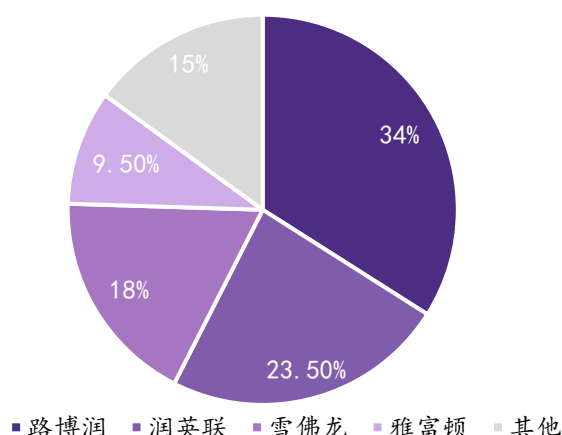


资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

2.4、国际四大公司控制 85%市场份额，国产替代加速进行中

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（Infineum）、雪佛龙奥伦耐（ChevronOronite）、雅富顿（Afton）为主的市场竞争格局。这几大添加剂公司均拥有较长的发展历史，在技术研发和市场拓展方面有深厚的积淀，控制了全球 85%左右的添加剂市场份额。四大润滑油添加剂公司以销售复合剂为主，其生产的单剂一般为自用，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。

图表 25：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》，华鑫证券研究

- 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，是全球规模靠前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，路博润润滑油添加剂产品的全球市场占有率约为 34%，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。优势在于清净剂、ZDDP、功型单剂、发动机油、工业用油复合剂和液压油复合剂。
- 2) 润英联：**润英联在 1999 年由埃克森美孚（ExxonMobile）和壳牌（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，润英联润滑油添加剂产品的全球市场占有率约为 23.5%。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。目前润英联的燃料添加剂发展侧重于柴油润滑性添加剂。优势在于发动机油和船用油复合剂。
- 3) 雪佛龙奥伦耐：**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，市场占有率约为 18%。其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，优势在于天然气发动油、重负荷

柴油机油、铁路机车油和抗磨液压油复合剂。

- 4) **雅富顿**：雅富顿成立于 2004 年，其前身为乙基（Ethyl）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。壳牌（Shell）和碧辟（BP）是雅富顿的两大主要客户。雅富顿润滑油添加剂产品的全球市场占有率约为 9.5%，优势在于齿轮油、ATF 和发动机油复合剂。

图表 26：国外主要润滑油添加剂公司产品涵盖领域及优势

公司	产品涵盖领域		优势
	单剂	复合剂	
路博润 (Lubrizol)	磺酸钙、丁乙酰亚胺、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	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，优势在于清净剂、ZDDP、功型单剂、发动机油、工业用油复合剂和液压油复合剂
润英联 (Infineum)	清净剂、分散剂、ZDDP、抗氧化剂、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	发动机油、液压油、二冲程汽油机油、自动传动液、船用油复合剂	产销量全球第二，优势在于发动机油和船用油复合剂
雪佛龙奥伦耐 (Chevron Oronite)		天然气发动油、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	优势在于天然气发动油、重负荷柴油机油、铁路机车油和抗磨液压油复合剂
雅富顿 (Afton)	清净剂、分散剂、ZDDP、抗氧化剂、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	传动系统油、发动机油、工业用油、液压油、ATF（自动传动液）复合剂	优势在于齿轮油、ATF 和发动机油复合剂
巴斯夫 (BASF)	抗氧化剂、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	抗磨液压油、汽轮机油、燃机轮机油、循环用油复合剂	优势在于 BASF 旗下 Ciba（汽巴）公司抗氧化剂、极压抗磨剂、金属减活剂等
罗曼克斯 (Rohmax)	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 (Vanderbilt)	抗氧化剂、极压剂、抗磨剂、金属钝化剂、摩擦改进剂、杂环化合物	润滑脂复合剂	优势在于极压抗磨剂、抗氧化剂、有机钼减摩剂
科聚亚 (Chemtura)	磺酸钙、酚类、胺类抗氧化剂、酯类化合物		抗氧化技术趋于全球领先；磺酸钙产品种类齐全、质量水平高
莱茵化学 (Rhein Chemie)	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、无灰抗氧化剂、水溶性添加剂	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》，石化联合会化工新材料专委会，华鑫证券研究

除四大润滑油添加剂专业公司之外，还有几家规模较小，生产添加剂单剂的特色添加剂公司，如巴斯夫（BASF）、罗曼克斯（Rohmax）、范德比尔特（Vanderbilt）、科聚亚（Chemtura）和莱茵化学（Rhein Chemie）等。这些润滑油添加剂公司在各自领域具有全球领先的研发优势，以其特色产品占据一定的市场份额。其中，科聚亚在磺酸盐清净剂、巴斯夫在抗氧化剂、罗曼克斯在 PMA（聚甲基丙烯酸酯）型黏度指数改进剂和降凝剂、范德比尔特在极压抗磨剂和摩擦改进剂等领域分别处于领先地位。

国产润滑油添加剂产能不断扩大，瑞丰新材年产能将逐步扩大至 75 万吨。润滑油添加剂属于精密化工材料，应用领域广泛，市场规模较大，全球润滑油添加剂需求量约 500 万

吨。我国润滑油添加剂产业起步较晚，近些年，国内的民营润滑油添加剂企业，从生产单剂产品、中低端复合剂产品开始，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，从而不断扩大了国产添加剂的市场份额，并在高端复合剂市场上有所突破。近年来随着国际贸易摩擦加剧，为有竞争力的行业新进入者带来难得的发展机遇。目前国内主要民营企业润滑油添加剂年产能合计 49.8 万吨，在建年产能 43.5 万吨。

图表 27：我国主要润滑油添加剂生产企业产能情况

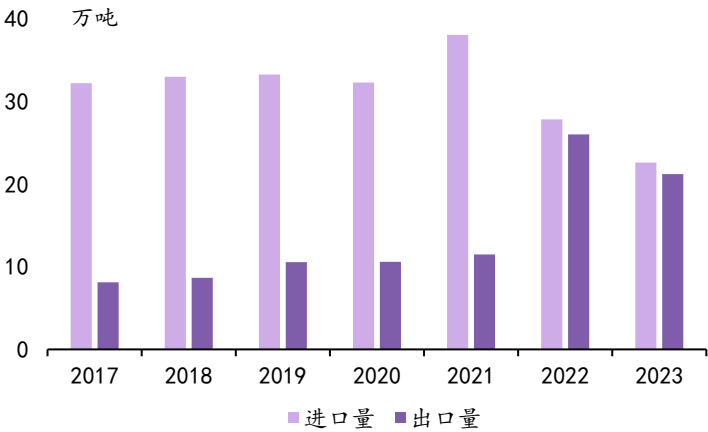
类别	企业	区域	现有产能（万吨/年）
四大企业在华	路博润	珠海	24.875
	润英联	张家港	10
	雪佛龙	宁波一期	1（另有 9 万吨在建）
		宁波二期	2 万吨在建
	雅富顿	苏州	0.60
四大企业在华现有产能合计			36.475（另有 11 万吨在建）
国营企业	中石油	兰州	0.91
		宿州	1.5 万吨在建
		锦州	3.60
	上海海润	上海	4
国营企业现有产能合计			8.51
民营企业	瑞丰新材	新乡	31.5 （另有 43.5 万吨在建）
	利安隆	锦州	13.3
	无锡南方	无锡	5
民营企业现有产能合计			49.8（另有 43.5 万吨在建）
国内现有产能总计：			93.785
国内在建产能合计：			56

资料来源：人民政府网，工业和信息化部，各公司公告、环评报告，华鑫证券研究

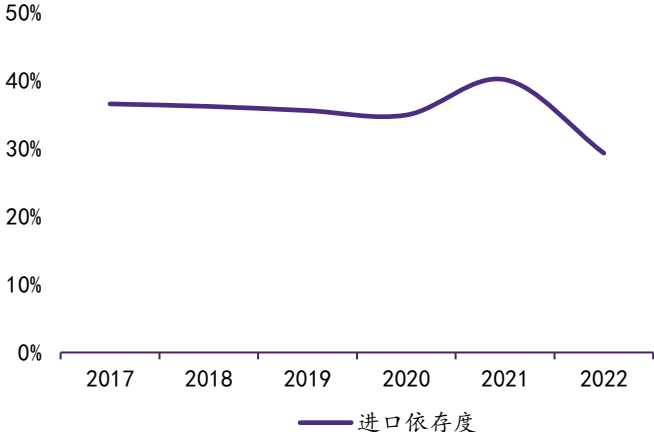
近年来我国润滑油添加剂产业加速推进国产化替代进程，有效降低进口依赖度。2017-2021 年，我国润滑油添加剂进口依存度始终保持在 30%以上，但从 2021 年以来，我国润滑油添加剂进出口缺口逐渐缩小，进口量从 2021 年的 38.07 万吨下降至 2023 年的 22.6 万吨，同期出口量由 11.47 万吨上升至 21.2 万吨，进出口格局的逆转标志着我国润滑油添加剂行业技术突破取得实质性进展。

图表 28：2017-2023 年中国润滑油添加剂进出口数量

图表 29：2017-2022 年中国润滑油添加剂进口依存度下降，国产替代加速进行



资料来源：智研咨询，观研天下数据中心，华鑫证券研究

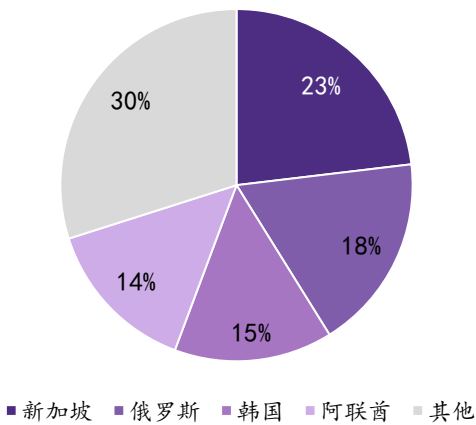


资料来源：智研咨询，《中国润滑油行业现状及发展趋势分析》，华鑫证券研究

国内润滑油添加剂主要出口至新加坡、俄罗斯、韩国等地。从出口国家来看，据海关总署数据，2024 年我国润滑油添加剂主要出口至新加坡、俄罗斯、阿联酋、韩国等国家，前四大国家出口额占出口总额 70.09%，国产添加剂在国际市场的竞争力持续提升。

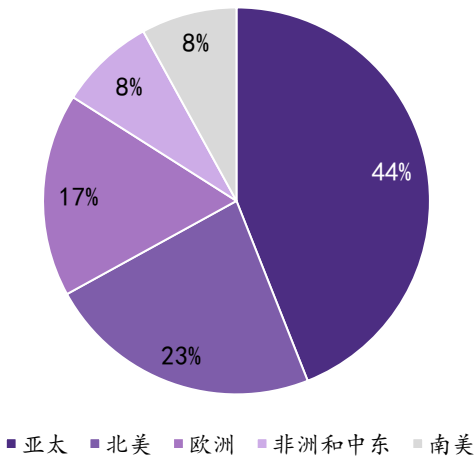
全球润滑油产业版图加速向亚太地区倾斜。历史上看，北美、欧洲曾主导全球润滑油产销，而今随着亚太经济崛起，以中印为主的新兴市场已贡献全球约 44% 的消费增量，成为行业增长主引擎。在此趋势下，国内润滑油添加剂企业凭借本土化供应链、成本优势和区域配套能力，在区域市场重心东移与我国供应链自主化政策红利的背景下，进一步扩大市场份额。

图表 30：2024 年中国润滑油添加剂分国家出口数额



资料来源：海关总署，华鑫证券研究

图表 31：全球各润滑油添加剂市场区域分布占比情况



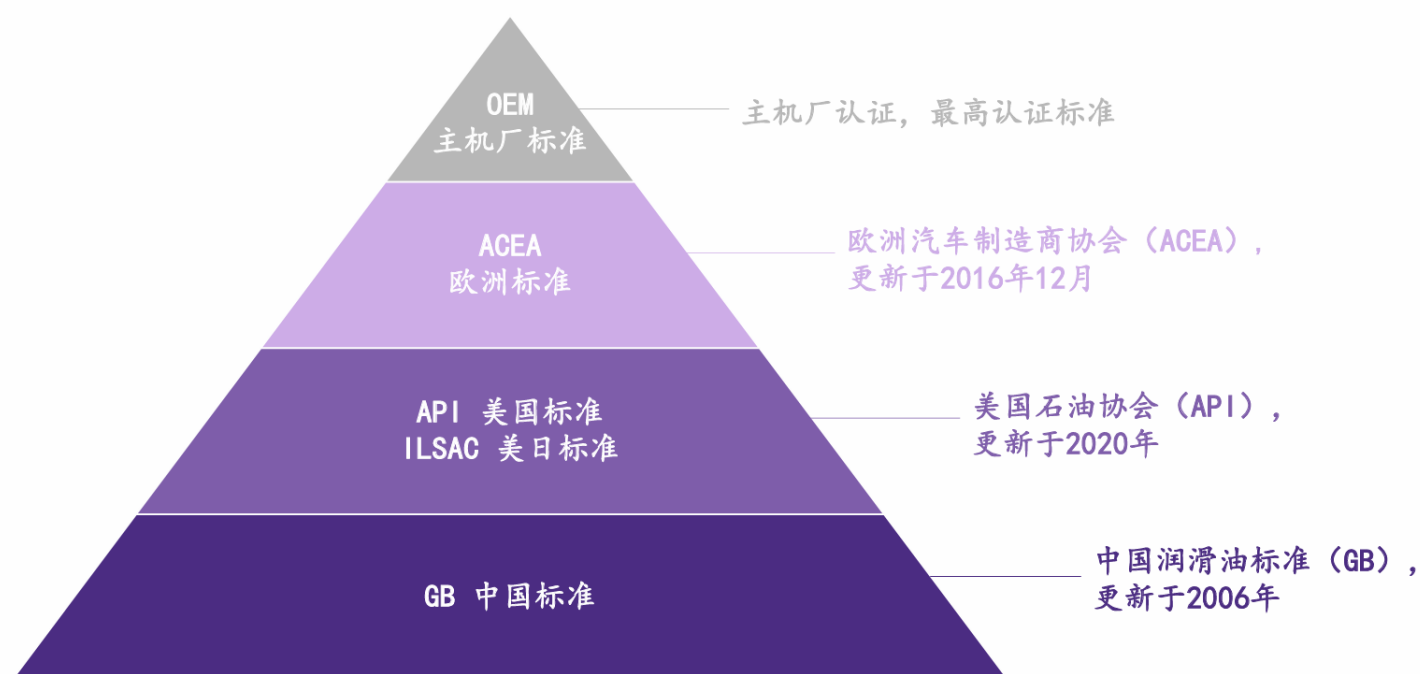
资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》，华鑫证券研究

3、润滑油添加剂认证壁垒高，公司不断推进复合剂产品 API 认证突破

3.1、润滑油行业认证标准较为严格

润滑油必须通过严格认证才能用于初装市场。尽管润滑油在整车价值量中占比较小，但对发动机保护至关重要，质量不达标可能导致设备损坏甚至报废。只有当润滑油满足粘度等级、清净分散性、抗氧化及高低温稳定性标准时，才能获得相关认证。当前主要认证标准包括：OEM 主机厂认证、欧洲 ACEA 标准、美国 ILSAC/API 标准及中国 GB 标准。

图表 32：润滑油认证体系



资料来源：格斯特润滑油，华鑫证券研究

API 是最早对机油进行分级定义的组织，是普及最广的机油标准。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、SP、SQ；“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。2025 年 3 月 31 日，API 携手国际润滑剂标准化及认证委员会 (ILSAC)，联合发布了全新汽油机油标准——API SQ/ILSAC GF-7，为目前环保级别最高

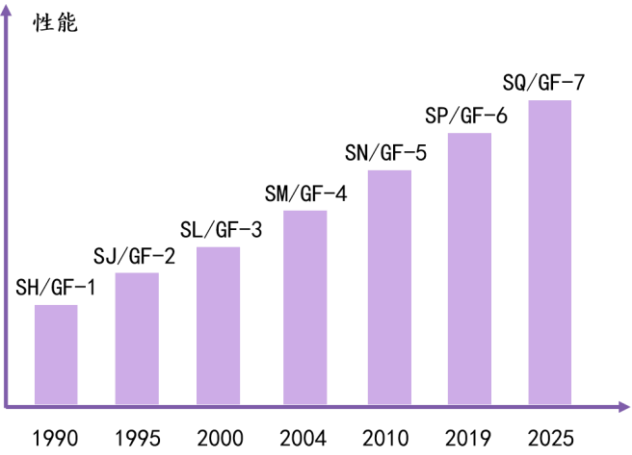
的机油，对润滑油的低温流动性和抗磨损性能等方面都提出了更高的要求。

图表 33：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》，华鑫证券研究

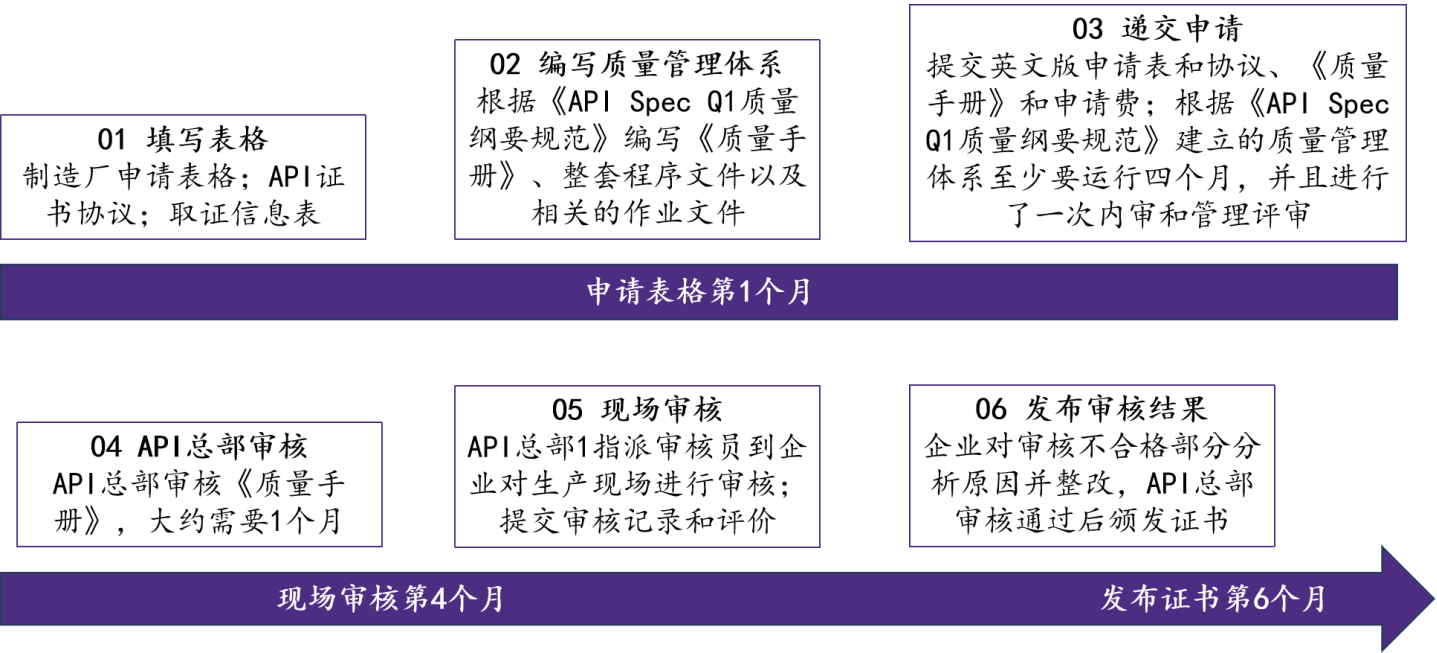
图表 34：API 标准发展历程



资料来源：汇源润滑油，中国润滑油信息网，华鑫证券研究

API 认证时间长，每 5 年至少进行一次复审。API 认证流程主要包括材料准备、文件审核、现场审核及整改颁证四个阶段，总周期约 6 个月。企业需先依据《API Spec Q1 质量纲要规范》建立并运行质量管理体系至少 4 个月，提交申请材料后经总部文件审核，通过后接受现场生产审核，最终整改合格才能获得认证。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。

图表 35：API 等级认证流程



资料来源：API 官网，华鑫证券研究

3.2、公司积极布局台架试验，复合剂产品认证持续突破

公司积极布局台架试验和行车试验。台架试验是产品配方设计过程中，对产品性能进行评定的一种方法，在模拟车辆发动机在不同工况下的运转过程中对润滑油和发动机进行检测，以此评价润滑油的性能；行车试验是一种结合发动机情况及司机驾驶体验等，评价润滑油对发动机的保护情况以及油品自身性能变化情况的此时手段。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，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。

图表 36：公司柴油发动机台架



资料来源：隆众资讯，华鑫证券研究

图表 37：公司天然气发动机台架



资料来源：隆众资讯，华鑫证券研究

图表 38：公司汽油发动机台架

图表 39：公司汽机油行车试验



资料来源：隆众资讯，华鑫证券研究



资料来源：隆众资讯，华鑫证券研究

目前，公司 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。公司目前已自主掌握 CF-4、CH-4、CI-4、CK-4 级柴油机油复合剂，SL、SM、SN、SP 级汽油机油复合剂，以及天然气发动机油、摩托车油、船用系统油、船用汽缸油、抗磨液压油、齿轮油等复合剂配方工艺。其中 CI-4、CK-4、SN、SP 级产品通过国际第三方权威台架测试认证，并取得多项 OEM 认证资质。公司台架试验的持续通过与新品类拓展同步推进，充分展现技术团队研发实力，为公司加快进入主流市场奠定强大基础。

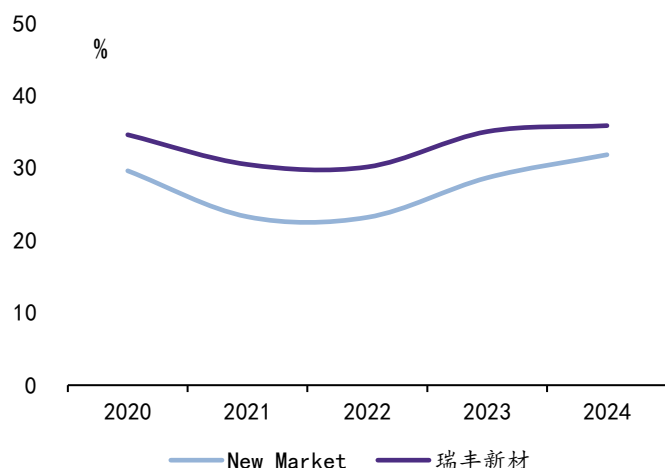
3.3、公司技术突破逐步带来的市占率扩张有望提升公司业绩

公司市占率有望持续提升。国内来看，CI-4 柴油机油是市场主体，占有 30%以上的市场份额。据公司投资者调研纪要，公司作为国内领先的润滑油添加剂公司，市占率持续提升但目前占比较低，国内市占率不足 3%，全球不足 1%，但考虑到公司已通过 CI-4、CK-4、SN、SP 级复合剂台架测试，新品拓展同步推进，后续有望持续提升各级别复合剂产品市占率，公司长期投资价值凸现。

3.4、公司对比

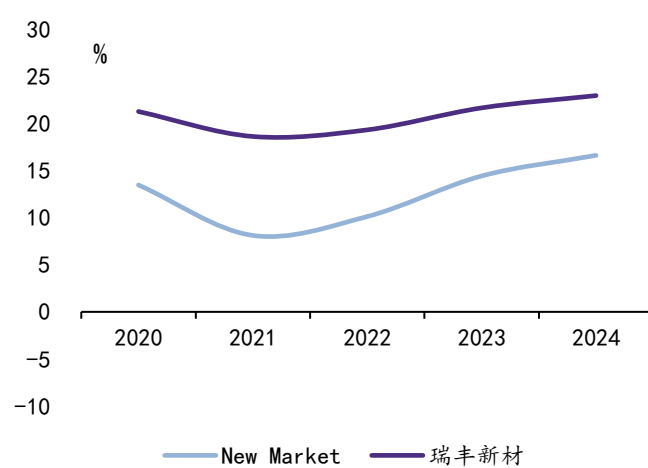
从盈利水平来看，对比海外可比公司 New Market，公司毛利率、净利率较为稳定且处于较高水平。销售毛利率方面，公司在 2023 年和 2024 年毛利率均在 35%以上，高于 New Market；销售净利率方面，公司净利率表现更为稳健，且呈现稳步上升趋势，销售净利率由 2021 年的 18.6%逐步提升至 2024 年的 22.93%。

图表 40：公司与 New Market 销售毛利率对比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 41：公司与 New Market 销售净利率对比

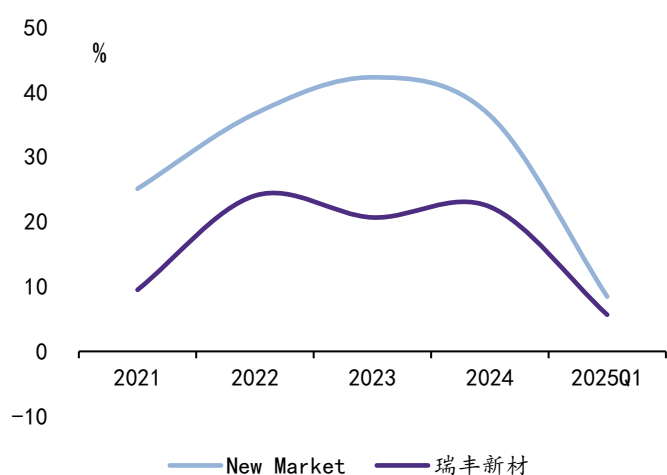


资料来源：Wind，华鑫证券研究

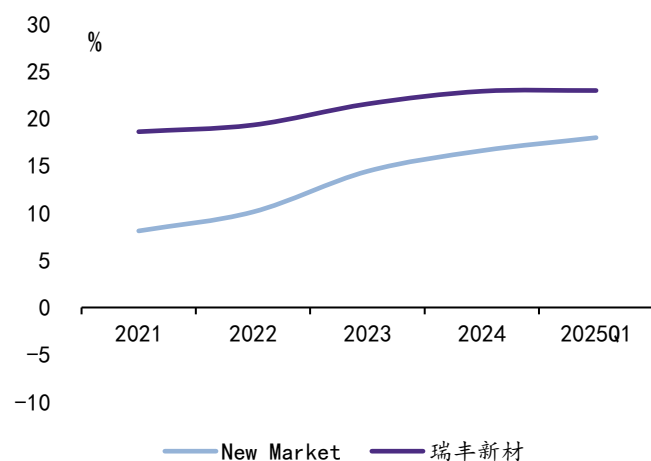
公司过去几年 ROE 水平略低于 New Market，但 2025 年一季度逐步靠拢接近。通过杜邦拆解对比分析：1) 归母净利率方面，公司显著高于 New Market 且维持稳定增长的趋势，从 2021 年 18.6%逐步提升至 2024 年的 22.88%；2) 资产周转率方面，近几年略低于 New Market，但一季度基本持平；3) 权益乘数方面，公司权益乘数近年来均维持在 1.2 倍左右，负债水平略低于 New Market。

图表 42：公司与 New Market 的 ROE 对比

图表 43：公司与 New Market 归母净利率对比

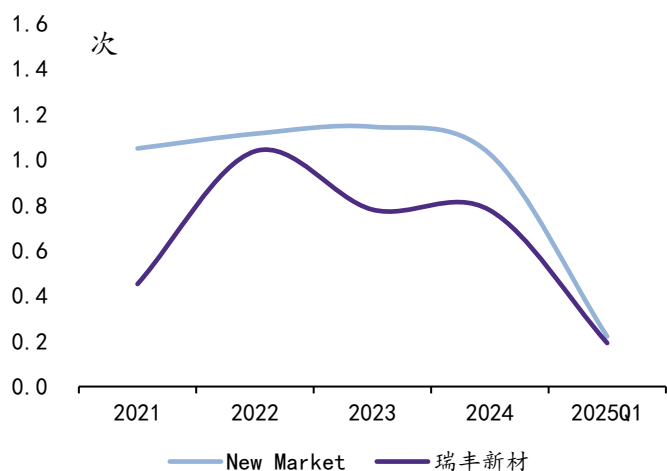


资料来源：Wind，华鑫证券研究



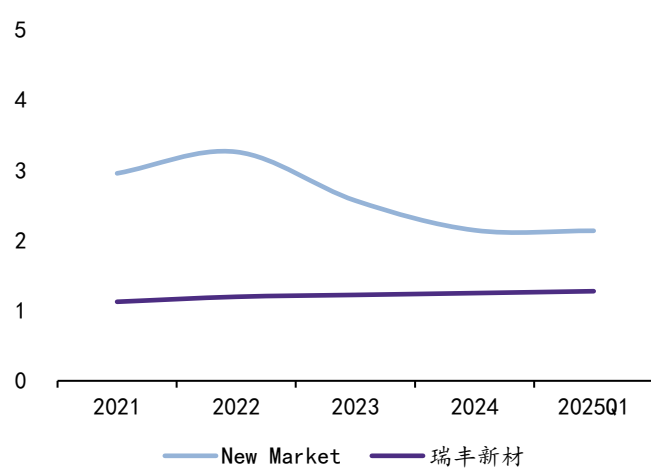
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 44：公司与 New Market 资产周转率对比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 45：公司与 New Market 权益乘数对比

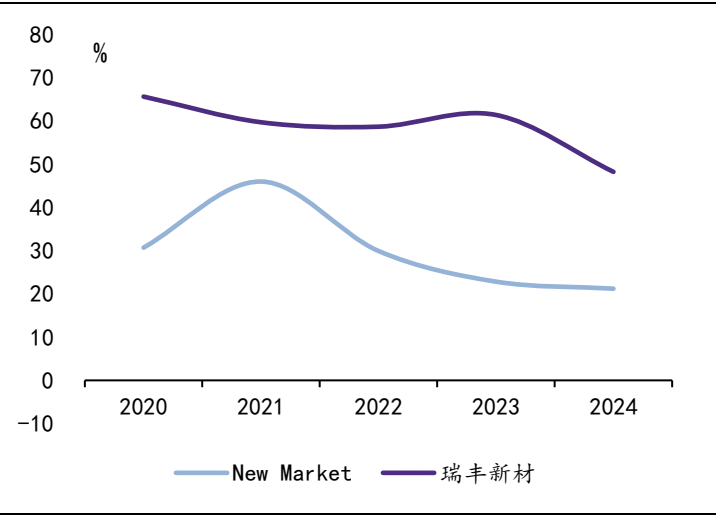


资料来源：Wind，华鑫证券研究

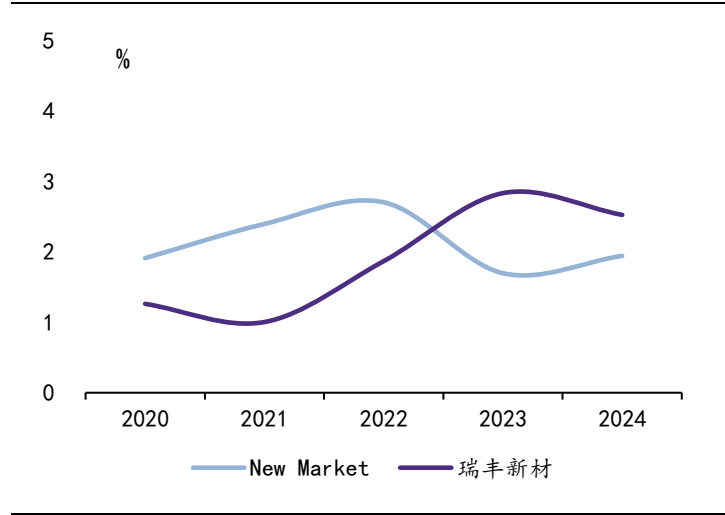
从股息率对比来看，公司股息率维持较稳定的增长态势。公司分红比例整体高于 New Market，2020 至 2023 年分红比例均在 60%左右，2024 年为 48.23%；股息率方面，2020-2022 年略低于 New Market，2023 年后超 New Market，呈现良好增长趋势。

图表 46：公司与 New Market 分红比例对比

图表 47：公司与 New Market 股息率对比



资料来源：Wind，华鑫证券研究



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

公司为国内润滑油调剂龙头企业，加速拓展海外市场与产品评级认证，产能有望持续释放提升公司业绩。2025-2027 年归母净利润分别为 8.66、10.69、12.89 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.6、15.9、13.2 倍，维持“买入”投资评级。

5、风险提示

燃料替代风险；原油价格波动风险；润滑油添加剂生产原材料价格波动风险；海外市场拓展风险；国际贸易政策变化风险；汇率风险等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	3,157	3,864	4,787	5,777
现金及现金等价物	479	766	1,095	1,510	营业成本	2,026	2,475	3,065	3,699
应收款	501	612	759	916	营业税金及附加	19	23	28	34
存货	550	678	840	1,014	销售费用	55	68	84	101
其他流动资产	1,093	1,138	1,198	1,261	管理费用	152	186	231	278
流动资产合计	2,623	3,194	3,892	4,700	财务费用	-18	-6	-16	-27
非流动资产：					研发费用	145	177	219	265
金融类资产	889	889	889	889	费用合计	334	425	518	617
固定资产	858	920	907	865	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	199	79	32	13	公允价值变动	8	8	8	8
无形资产	195	185	175	166	投资收益	35	35	35	35
长期股权投资	117	117	117	117	营业利润	836	1,001	1,234	1,486
其他非流动资产	311	311	311	311	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,679	1,612	1,541	1,471	减：营业外支出	7	7	7	7
资产总计	4,302	4,807	5,433	6,172	利润总额	829	994	1,227	1,479
流动负债：					所得税费用	105	126	155	187
短期借款	194	194	194	194	净利润	724	868	1,072	1,292
应付账款、票据	392	483	598	722	少数股东损益	2	2	2	3
其他流动负债	157	157	157	157	归母净利润	722	866	1,069	1,289
流动负债合计	759	854	974	1,103					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	163	163	163	163	成长性				
其他非流动负债	13	13	13	13	营业收入增长率	12.1%	22.4%	23.9%	20.7%
非流动负债合计	176	176	176	176	归母净利润增长率	19.1%	19.9%	23.4%	20.5%
负债合计	936	1,031	1,151	1,280	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.8%	36.0%	36.0%	36.0%
股本	292	292	292	292	四项费用/营收	10.6%	11.0%	10.8%	10.7%
股东权益	3,366	3,776	4,282	4,892	净利率	22.9%	22.5%	22.4%	22.4%
负债和所有者权益	4,302	4,807	5,433	6,172	ROE	21.5%	22.9%	25.0%	26.3%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	21.8%	21.4%	21.2%	20.7%
净利润	724	868	1072	1292	营运能力				
少数股东权益	2	2	2	3	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
折旧摊销	72	67	71	69	应收账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
公允价值变动	8	8	8	8	存货周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
营运资金变动	-370	-191	-247	-265	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	436	755	905	1106	EPS	2.48	2.97	3.67	4.42
投资活动现金净流量	-908	57	61	60	P/E	23.5	19.6	15.9	13.2
筹资活动现金净流量	759	-458	-566	-682	P/S	5.4	4.4	3.6	2.9
现金流量净额	286	354	401	485	P/B	5.1	4.5	4.0	3.5

资料来源：Wind，华鑫证券研究

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。