

润滑油添加剂全品类供应商， 复合剂高端化与全球化双轮驱动

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年报，2026H1 公司实现收入 19.42 亿元，同比+16.83%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比+12.06%；其中单 Q2 实现收入 10.65 亿元，同比+31.01%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比+56.86%。
- **公司为润滑油添加剂龙头企业，复合剂高端化与全球化双轮驱动。**新乡市瑞丰新材料股份有限公司是国内润滑油添加剂领域少数具备全品类单剂与复合剂研发、生产、销售能力的核心企业。公司主导产品为润滑油添加剂，前身瑞丰有限由郭春莹等出资于 1996 年设立，初期深耕无碳纸显色剂；1999 年起启动润滑油添加剂单剂研发，逐步形成清净剂、分散剂、ZDDP、高温抗氧化剂等主流单剂能力；2015 年整体变更为股份公司；2019 年中国石化集团资本有限公司（中石化资本）战略增资入股；2020 年 11 月 27 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市。近年公司抓住全球供应链重构与国产替代窗口，推进“单剂→复合剂、中低端→中高端、中小客户→国际主流客户”转型，并持续扩产与海外仓储布局。
- **润滑油添加剂全品类供应商，产能持续扩张。**公司产品以润滑油添加剂为核心，涵盖全系列单剂及车用油、工业油、船用油等复合剂配方，可应用于汽车与天然气发动机润滑油、工业润滑油、船舶发动机油等场景，截至 2026 年中报，单剂产能约 31.5 万吨，居国内第一梯队。
- **受益于产品转型及产能扩张，公司业绩稳步增长。**受益于把握全球供应链调整机遇并切入头部客户、技术研发与复合剂中高端转型、产能保障，以及上游原材料延伸，2021 - 2025 年，公司营业收入由 10.81 亿元增至 35.08 亿元，归母净利润由 2.01 亿元升至 7.36 亿元，呈现稳步增长态势。2026H1 公司营收 19.42 亿元，同比+16.8%，归母净利 4.15 亿元，同比+12.1%，扣非归母 3.82 亿元，同比+7.8%；研发投入 1.43 亿元，同比大幅提升，展望未来，（1）复合剂高端化与认证突破带动份额与盈利结构升级；（2）国内外主流客户导入叠加单剂产能/海外基地扩张有望带动公司进一步发展。
- **盈利预测与投资建议：**公司为润滑油添加剂龙头，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润复合增长率为 20.6%，考虑到公司净利润有望高速增长，给予 2026 年 17 倍 PE，目标价 40.63 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格与供应波动风险、产品研发与认证不及预期风险、客户导入与竞争格局风险、产能扩张与海外项目建设风险。

指标\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	35.08	43.39	49.45	59.55
增长率	11.11%	23.68%	13.97%	20.41%
归属母公司净利润（亿元）	7.36	9.15	10.29	12.91
增长率	1.92%	24.20%	12.47%	25.53%
每股收益 EPS（元）	1.92	2.39	2.69	3.37
净资产收益率 ROE	19.27%	21.48%	21.57%	23.83%
PE	15	12	11	9
PB	2.98	2.68	2.39	2.10

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
邮箱：qwl@swsc.com.cn
联系人：高望集
邮箱：gaowj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.83
流通 A 股(亿股)	2.68
52 周内股价区间(元)	25.15-61.79
总市值(亿元)	114.03
总资产(亿元)	56.02
每股净资产(元)	9.91

相关研究

目 录

1 瑞丰新材：润滑油添加剂全品类供应商，复合剂高端化与全球化双轮驱动	1
1.1 润滑油添加剂全品类供应商，复合剂高端化与全球化双轮驱动	1
1.2 受益于产品转型及产能扩张，公司业绩稳步增长	2
2 盈利预测与估值	3
2.1 盈利预测	3
2.2 相对估值	4
3 风险提示	4

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
表 1：公司主要产品情况.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2026 年中报）.....	2
图 3：公司营业收入和增速情况.....	2
图 4：公司归母净利润和增速情况.....	2
图 5：公司费用率情况.....	3
图 6：公司毛利率和净利率情况.....	3

表 目 录

表 1：公司主要产品情况.....	1
表 2：分业务收入及毛利率.....	3
表 3：可比公司估值.....	4
附表：财务预测与估值.....	5

1 瑞丰新材：润滑油添加剂全品类供应商，复合剂高端化与全球化双轮驱动

1.1 润滑油添加剂全品类供应商，复合剂高端化与全球化双轮驱动

新乡市瑞丰新材料股份有限公司是国内润滑油添加剂领域少数具备全品类单剂与复合剂研发、生产、销售能力的核心企业。公司主导产品为润滑油添加剂，前身瑞丰有限由郭春莹等出资于 1996 年设立，初期深耕无碳纸显色剂；1999 年起启动润滑油添加剂单剂研发，逐步形成清净剂、分散剂、ZDDP、高温抗氧剂等主流单剂能力；2015 年整体变更为股份公司；2019 年中国石化集团资本有限公司（中石化资本）战略增资入股；2020 年 11 月 27 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市。近年公司抓住全球供应链重构与国产替代窗口，推进“单剂→复合剂、中低端→中高端、中小客户→国际主流客户”转型，并持续扩产与海外仓储布局。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品以润滑油添加剂为核心，涵盖全系列单剂及车用油、工业油、船用油等复合剂配方，可应用于汽车与天然气发动机润滑油、工业润滑油、船舶发动机油等场景，截至 2026 年中报，单剂产能约 31.5 万吨，居国内第一梯队。

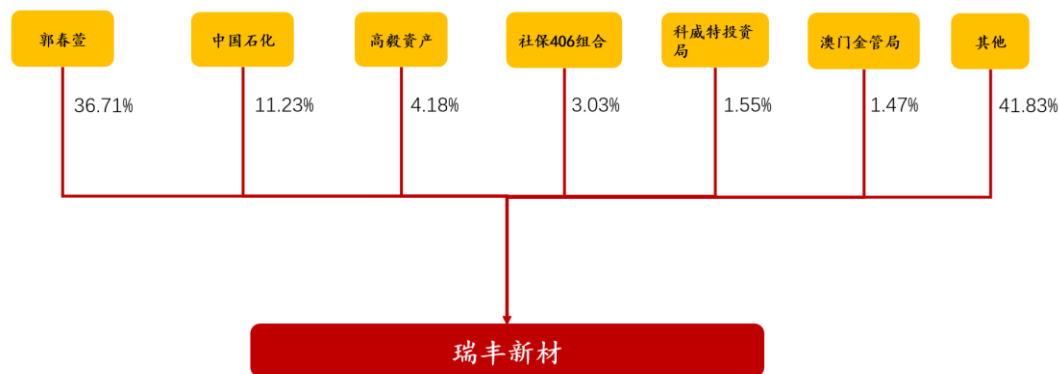
表 1：公司主要产品情况

产品名称	2025 年收入占比	主要应用领域
润滑油添加剂	96.96%	车用/工业/船用润滑油等油品调制
其他产品	1.92%	特种精细化学品等
无碳纸显色剂	1.00%	无碳复写纸显色

数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2026 年 6 月 30 日，公司实际控制人、第一大股东为郭春莹，直接持股约 36.71%；第二大股东为中国石化集团资本有限公司，持股约 11.23%，公司亦有高毅资产，社保等机构股东。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年中报）



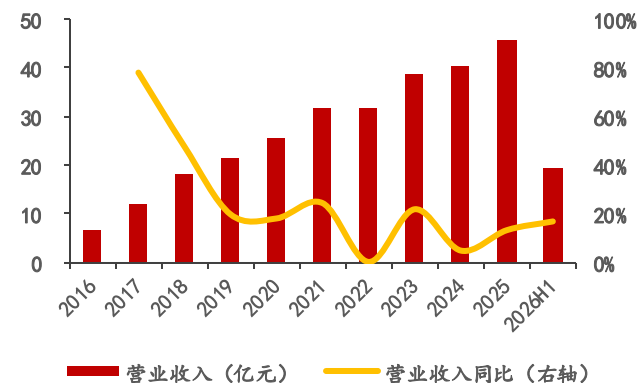
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 受益于产品转型及产能扩张，公司业绩稳步增长

受益于把握全球供应链调整机遇并切入头部客户、技术研发与复合剂中高端转型、产能保障，以及上游原材料延伸，2021–2025 年，公司营业收入由 10.81 亿元增至 35.08 亿元，归母净利润由 2.01 亿元升至 7.36 亿元，呈现稳步增长态势。费用率方面，销售费用率长期在 2% 左右，管理费用率约 5%，毛利率 2023–2024 年抬升至 35%–36% 后，2025 年回落至 34.6%，归母净利率相应自 2024 年 22.9% 回落至 21.0%。

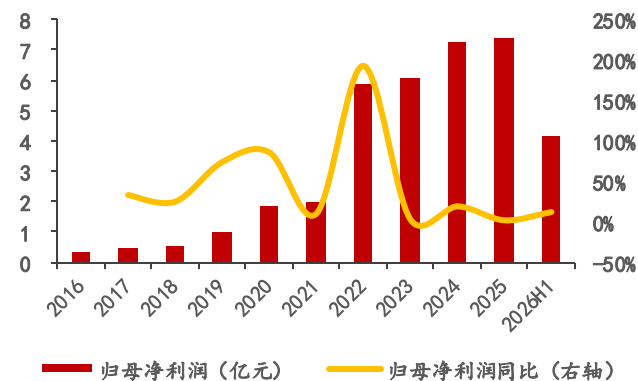
2026H1 公司营收 19.42 亿元，同比+16.8%，归母净利 4.15 亿元，同比+12.1%，扣非归母 3.82 亿元，同比+7.8%；研发投入 1.43 亿元，同比大幅提升，展望未来，（1）复合剂高端化与认证突破带动份额与盈利结构升级；（2）国内外主流客户导入叠加单剂产能/海外基地扩张有望带动公司进一步发展。

图 3：公司营业收入和增速情况



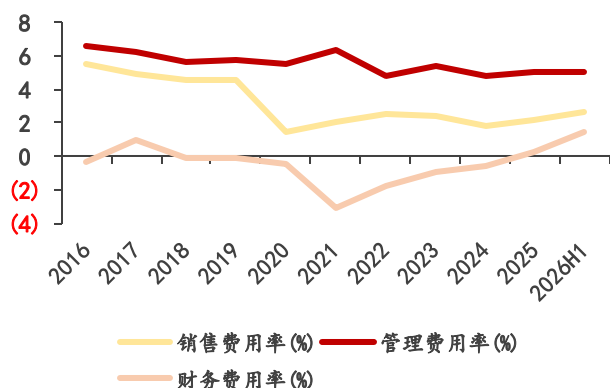
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润和增速情况



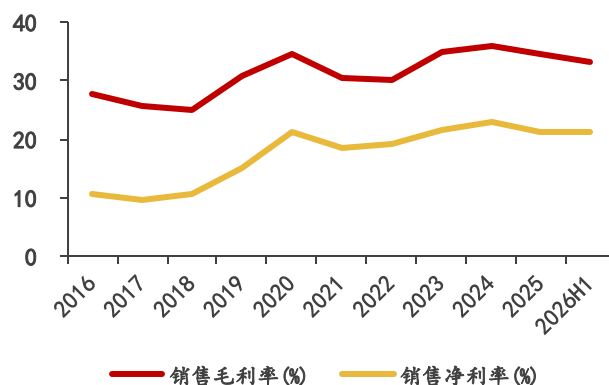
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：润滑油添加剂产能逐步释放，销量稳步增长，价格保持稳定。预计 2026-2028 年营收分别为 42.33 亿元、48.39 亿元、58.48 亿元，分别同比+24.42%、+14.32%、+20.86%；毛利率分别为 36.24%、36.87%、36.87%。

假设 2：无碳纸显色剂和其他业务占比较低，保持平稳。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
润滑油添加剂	收入	3402	4233	4839	5848
	增速	10.71%	24.42%	14.32%	20.86%
	毛利率	34.98%	36.24%	36.87%	36.87%
无碳纸显色剂	收入	35	35	35	35
	增速	-13.21%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	26.84%	26.84%	26.84%	26.84%
其他	收入	71	71	71	71
	增速	161.40%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.32%	20.32%	20.32%	20.32%
合计	收入	3508	4339	4945	5955
	增速	11.11%	23.68%	13.97%	20.41%
	毛利率	34.60%	35.91%	36.56%	36.61%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取利安隆和呈和科技作为可比公司进行对比, 2025 年平均 PE 为 29 倍, 根据 wind 一致预期, 2026 年平均 PE 为 30 倍。

表 3: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300596.SZ	利安隆	41.78	2.16	2.68	3.18	3.66	19.3	15.6	13.1	11.4
688625.SH	呈和科技	57.29	1.46	1.28	1.67	2.1	39.2	44.8	34.3	27.3
平均值							29.3	30.2	23.7	19.3
300910.SZ	瑞丰新材	29.22	1.92	2.39	2.69	3.37	15.2	12.2	10.9	8.7

数据来源: Wind, 截至 2026/08/31, 西南证券整理

公司为润滑油添加剂龙头, 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润复合增长率为 20.6%, 考虑到公司净利润有望高速增长, 给予 2026 年 17 倍 PE, 目标价 40.63 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

（1）原材料价格与供应波动风险：公司主要原料多为原油下游衍生品，价格大幅上涨或供应紧张将抬升成本；若售价传导滞后，将直接压缩毛利率与利润。

（2）产品研发与认证不及预期风险：高端复合剂需通过客户认证，若关键等级认证延期，将拖累高端化收入。

（3）客户导入与竞争格局风险：全球市场仍由国际巨头主导，公司对头部客户认证与份额提升存在不确定性；竞争加剧可能导致价格或毛利率承压。

（4）产能扩张与海外项目建设风险：国内技改扩建及沙特等海外基地投资受工程进度、审批、当地营商环境等影响，或出现延期、投资超支或利用率不足的情况，影响公司业绩。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	35.08	43.39	49.45	59.55	净利润	7.42	9.21	10.36	13.00
营业成本	22.94	27.81	31.37	37.74	折旧与摊销	1.15	0.97	1.23	1.27
营业税金及附加	0.21	0.26	0.30	0.36	财务费用	0.10	-0.01	0.18	0.27
销售费用	0.75	0.90	1.08	1.18	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.38	4.05	4.87	5.35	经营营运资本变动	-1.16	-3.10	0.75	-4.74
财务费用	0.10	-0.01	0.18	0.27	其他	0.30	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7.47	6.90	12.32	9.54
投资收益	0.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.19	-8.00	-5.00	-3.00
公允价值变动损益	0.31	0.00	0.00	0.00	其他	18.78	-0.66	0.29	0.33
其他经营损益	0.00	-0.08	-0.09	-0.06	投资活动现金流净额	-4.18	-8.66	-4.71	-2.67
营业利润	8.06	10.29	11.56	14.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.45	0.28	0.34	0.36	长期借款	3.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	8.52	10.58	11.90	14.93	股权融资	0.79	0.00	0.00	0.00
所得税	1.10	1.36	1.54	1.93	支付股利	3.60	4.75	5.17	6.43
净利润	7.42	9.21	10.36	13.00	其他	-0.10	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.05	0.07	0.07	0.09	筹资活动现金流净额	0.31	-4.81	-5.43	-6.75
归属母公司股东净利润	7.36	9.15	10.29	12.91	现金流量净额	3.62	-6.57	2.18	0.12
资产负债表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8.41	1.65	3.83	3.94	成长能力				
应收和预付款项	4.94	7.88	7.25	10.97	销售收入增长率	11.11%	23.68%	13.97%	20.41%
存货	5.36	7.81	7.04	10.82	营业利润增长率	11.19%	27.66%	12.29%	26.09%
其他流动资产	0.30	10.90	10.90	10.90	净利润增长率	2.43%	24.20%	12.47%	25.53%
长期股权投资	2.32	2.32	2.32	2.32	EBITDA 增长率	7.56%	19.28%	15.38%	23.30%
投资性房地产	0.36	0.36	0.36	0.36	获利能力				
固定资产和在建工程	13.42	20.85	25.02	27.02	毛利率	34.60%	35.91%	36.56%	36.61%
无形资产和开发支出	2.38	2.11	1.85	1.58	三费率	7.45%	6.94%	7.70%	7.15%
其他非流动资产	0.66	2.06	1.93	1.93	净利率	21.14%	21.23%	20.95%	21.84%
资产总计	50.96	55.95	60.51	69.85	ROE	19.27%	21.48%	21.57%	23.83%
短期借款	5.27	5.27	5.27	5.27	ROA	17.24%	19.02%	20.10%	21.83%
应付和预收款项	3.72	5.97	5.34	8.09	ROIC	20.79%	24.49%	21.90%	25.88%
长期借款	1.32	1.32	1.32	1.32	EBITDA/销售收入	27.74%	26.75%	27.08%	27.73%
其他负债	0.52	0.46	0.46	0.46	营运能力				
负债合计	12.47	13.03	12.40	15.15	总资产周转率	0.77	0.82	0.85	0.91
股本	2.96	3.83	3.83	3.83	固定资产周转率	3.60	3.65	3.01	2.70
资本公积	18.09	14.91	14.91	14.92	应收账款周转率	7.14	7.14	7.14	7.14
留存收益	19.45	23.84	28.96	35.44	存货周转率	4.23	4.23	4.23	4.23
归属母公司股东权益	38.21	42.58	47.70	54.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	——	——	——	——
少数股东权益	0.28	0.34	0.42	0.51	资本结构				
股东权益合计	38.49	42.92	48.11	54.70	资产负债率	22.66%	23.29%	20.48%	21.69%
负债和股东权益合计	50.96	55.95	60.51	69.85	带息债务/总负债	58.50%	50.62%	53.21%	43.54%
					流动比率	2.93	2.41	2.62	2.65
					速动比率	2.39	1.75	1.99	1.87
					股利支付率	59.14%	51.91%	50.25%	49.82%
					每股指标				
					每股收益	1.92	2.39	2.69	3.37
					每股净资产	9.98	11.12	12.45	14.15
					每股经营现金	2.51	2.33	4.16	3.22
					每股股利	1.50	2.02	2.20	2.74
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	9.73	11.61	13.39	16.51					
PE	15.20	12.24	10.88	8.67					
PB	2.98	2.68	2.39	2.10					
PS	3.25	2.63	2.31	1.92					
EV/EBITDA	8.91	10.21	8.69	7.06					
股息率	2.65%	4.16%	4.53%	5.64%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn