

瑞丰新材 (300910.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

周立
化工研究员

2026年1月26日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	60.05
总市值	177.71亿
PE-TTM	22.30
PB-MRQ	4.85

估值结果

价值	220.67亿
DDM估值	上行空间 24%
状态	合理估值
价值	204.10亿
动态估值	上行空间 15%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内润滑油添加剂行业头部企业，公司在全球市场份额低，未来市场份额有望持续提升。

公司成长空间较为广阔，主要系公司全球市场份额低且具备持续扩张能力，公司成长上限较高，但由于进入下游企业供应链的认证难度较大，公司成长不确定性较高；公司盈利趋势稳定，主要系行业供需趋势稳定，且行业竞争格局稳定；公司产业格局良好，主要系行业进入壁垒较高，竞争烈度低；公司护城河较深，主要系公司技术能力较强以及行业存在转换成本壁垒的属性。

基于公司未来市占率大幅提升的假设，我们认为公司估值处于合理估值状态。

风险提示

客户拓展进度不及预期风险：公司能否进入下游企业供应链对公司的远期业绩天花板高度的影响较大，若公司迟迟不能拓展新客户，则公司估值存在较大下调风险；国际关系变动风险：俄乌冲突后，欧美企业退出俄罗斯市场，因此公司俄罗斯市场份额快速提升，未来若俄罗斯国际关系修复，欧美企业回归，则公司存在较大竞争风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 研发强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

公司是国内润滑油添加剂行业头部企业，深耕行业近30年，产品覆盖单剂与复合剂，公司产能位居国内民营企业首位。公司目前已自主掌握汽机油和柴机油的最高等级SP级别和CK-4级别的配方工艺，公司CI-4、SN、SP级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试，可满足不同客户的需求。

2. 业务介绍

对于瑞丰新材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

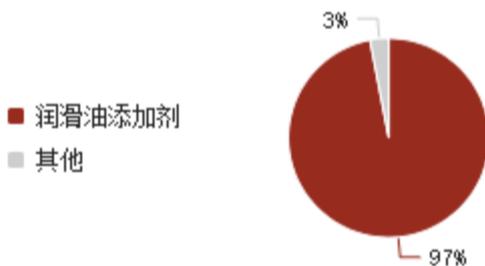
润滑油添加剂：

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。滑油添加剂可分为单剂和复合剂。单剂主要有清净剂、分散剂、黏度指数改进剂等；复合剂一般由多种单剂按一定比例调配而成，具有多种特性，可明显提高内燃机油、齿轮油及液压油的性能并降低加剂总量。截至2024年，公司润滑剂添加剂设计产能31.5万吨，产能利用率64%，在建产能43.5万吨。我们将该业务的竞争市场界定于全球市场。

其他：

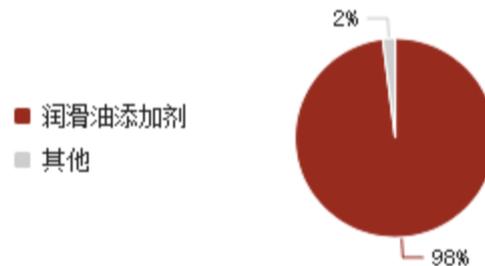
公司他业务主要为无碳纸显色剂，无碳纸显色剂产品广泛用于采用无碳纸制作的各种多联的发票、收据、快递单、空白打印纸等。截至2024年，公司无碳纸显色剂设计产能1万吨，产能利用率39.3%。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是典型精细化工公司，资产强度中等。行业存在高认证壁垒的特性，下游集中度较高，且下游客户对产品品质要求较高，因此公司客户集中度中等，研发强度和研发高端度较高。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司是制造业企业，生产依赖专业设备，因此需要大量固定资产投资。公司现有产能31.5万吨，固定资产约9亿元，2024年，公司单位固定资产产生收入约为3.7。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司专注开发高技术产品，如汽车和飞机用的特殊润滑油添加剂，技术门槛高（需掌握核心专利），能替代进口产品，卖给高端客户。这类产品性能独特，竞争对手难模仿。另外，下游企业对产品质量要求较为苛刻，因此行业存在较长验证周期，而一旦获得客户认证，客户粘性也非常强。公司研发高端度较高，2024年公司人均研发费用约10万元。

3.3 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司每年将大量资金用于开发新产品，如适配新能源车的添加剂。持续研发有利于提升公司产品竞争力，维持高毛利，快速响应市场变化。2024年公司研发费用率为4.6%。

3.4 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

公司下游行业集中度较高，主要参与者为壳牌、美孚、嘉实多、中石化等石化巨头。公司销售重心在于大客户突破，2024年公司前五大客户占比为32%。

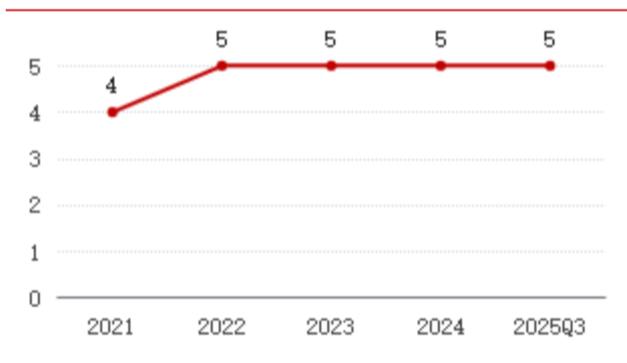
4. 历史经营绩效

行业进入壁垒较高，竞争格局较为稳定，竞争激烈度低，公司盈利能力强；2022年公司获得重大机遇，实现业绩高速增长；行业上下游存在核心企业，公司业务控制力相对一般；公司股东回报好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



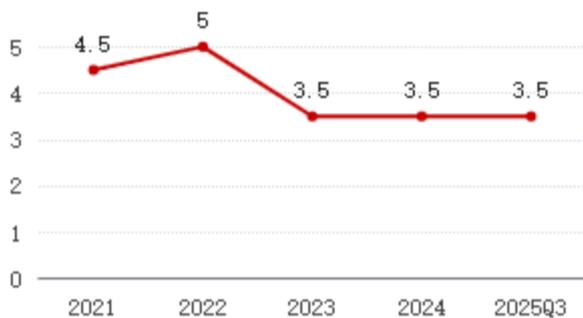
数据来源：公司财报，壹评级

行业竞争格局好，竞争激烈度低，2022年以前公司产品净利率常年维持10%以上，ROE常年维持10%-15%水平。2022年以后，公司充分享受俄罗斯市场红利，盈利能力又有显著提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



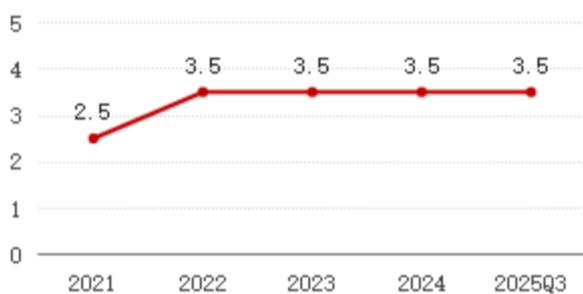
数据来源：公司财报，壹评级

公司持续拓展客户，带动产品销量增长。2022年欧美企业退出俄罗斯市场后，公司迅速进入俄罗斯市场，实现收入、利润大幅增长。2020年-2024年，公司润滑油添加剂销量由6万吨增长至16万吨。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



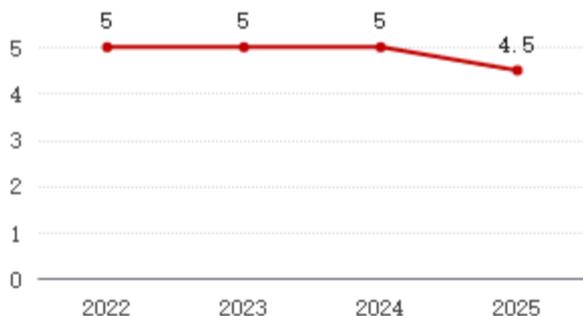
数据来源：公司财报，壹评级

公司下游客户（中石化等大客户）强势，下游信用好，坏账少但账期长、回款慢，拖累公司现金流效率。公司收现能力一般，经营性现金流/净利润在100%上下波动；公司被上下游占款，上下游净占款/净资产在-5%水平，因此公司业务控制力一般。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力突出。公司分红比例高、政策连续稳定，现金回馈与股份回购并重，市值管理和股东沟通体系健全。公司以健康现金流支撑分红可持续性，并以业绩增长和积极战略布局保障长期回报空间。2024年公司股利支付率约50%，股息率约2.5%。

5. 四维评级

公司成长空间较为广阔,主要系公司全球市场份额低且具备持续扩张能力,公司成长上限较高,但由于进入下游企业供应链的认证难度较大,公司成长不确定性较高;公司盈利趋势稳定,主要系行业供需趋势稳定,且行业竞争格局稳定;公司产业格局良好,主要系行业进入壁垒较高,竞争烈度低;公司护城河较深,主要系公司技术能力较强以及行业存在转换成本壁垒的属性。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较为广阔,主要系公司全球市场份额低且具备持续扩张能力,公司成长上限较高,但由于进入下游企业供应链的认证难度较大,公司成长不确定性较高。

润滑油添加剂(3.5星):

行业层面,近五年全球润滑油添加剂增速约5%,受新能源车对燃油车的替代影响,增速有下降趋势,但预计仍可维持低个位数增长。公司层面,公司具备低成本+技术达标的扩张条件,目前公司市占率2%,份额提升空间较大。由于行业认证壁垒较高,公司从拓展客户到订单放量所需的时间以年计,因此公司现有信息难以准确反应公司未来前景,即公司的成长确定性较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

行业进入壁垒较高,竞争格局稳定,因此公司产品周期性较弱,公司盈利趋势稳定。

润滑油添加剂(3.5星):

未来五年,行业产能扩张速度或在4%水平,与行业需求增速基本持平,行业供需格局稳定。从行业特性来看,由于润滑油添加剂的性能直接影响润滑油的性能,而润滑油又需要与工作场景、设备适配,因此为避免造成设备损坏,润滑油企业需要与供应商长期合作,良好的上下游合作生态增强了行业的盈利稳定性。随着公司业务拓展,公司有望提升高端产品销售占比,增强盈利能力。

5.3 产业格局

★★★★☆

本行业格局稳定,上下游企业合作生态良好,行业进入壁垒高,公司产业格局良好。

润滑油添加剂(3.5星):

行业存在较高的进入壁垒,因此行业长期缺少新进入者的挑战,四家海外巨头公司得以做到85%的全球市场份额。润滑油添加剂上游主要为石化产品,部分为中间体,市场供应较为充足;下游为润滑油,由于润滑油的产品特点,润滑油企业和添加剂企业的合作生态良好,因此上下游格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河深厚,主要在于转换成本护城河和技术护城河,公司护城河持续性强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
润滑油添加剂	(4星) 该业务护城河主要在转换成本护城河和技术护城河。近四年，经壹评级调整后的公司净资产收益率平均值超30%，超额收益明显。公司规模在行业中属于中后部水平，市场份额约2%。公司业务控制力良好。	(4星) 该业务的护城河来源于转换成本护城河和技术护城河，持续性强。1) 行业认证周期长，从研发到认证需要2~5年时间，长时间的投入会降低新进入者进入行业的意愿。另外，下游客户对产品性能稳定性以及供应商的稳定供应能力要求较高，小企业的进入难度较大。因行业特性（客户极度厌恶风险），即使价格波动客户也倾向长期合作，该护城河持续性较强。2) 公司产品已达到API认证标准中最高等级，意味着公司中低端产品技术已经过关。基于此公司具备进入下游客户供应链的能力。由于技术存在迭代及扩散的风险，技术护城河的持续性一般。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值为200-220亿元区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司润滑油添加剂业务的预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 短期：根据公司制定的计划，我们预计公司销量可保持15%增速增长。但受油价下跌及公司拓展客户影响，预计公司产品单价小幅下跌，综合公司销量和价格考虑，我们预计公司收入增速在10%左右，预计2027年公司收入可达42亿元；
- 2) 长期：由于公司相较全球一线品牌具备一定成本优势，我们认为随着公司技术提升以及产品认证，公司可以持续抢占海外一线品牌的市场份额，即我们认为公司具备低成本扩张能力，在此假设下，我们预计公司远期收入天花板预计可以达到150亿元，约为2024年收入的5倍。

盈利能力假设：

- 1) 短期：我们认为行业供需平稳，公司产品结构优化可抵消拓客带来的负面影响，毛利率预计维持现有水平，预计2027年毛利率约为37%；
- 2) 长期：我们认为随着公司份额的提升，全球竞争格局将被重塑，竞争激烈程度提升，行业平均利润率将下降，因此我们预计公司远期毛利率将在30%左右的水平。

表2：公司整体业绩预测

瑞丰新材	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	30.5	28.2	31.6	32.9	36.8	42.3	48.6	57.5
归母净利润(亿)	5.9	6.1	7.2	7.3	8.0	9.1	10.4	13.1
归母净利润增速(%)	192.5	3.1	19.2	0.6	10.4	13.9	13.9	25.7
经营性净利润(亿)	5.4	5.7	6.8	7.3	8.0	9.1	10.4	13.1
经营性净利润增速(%)	222.2	5.0	19.7	7.2	10.4	13.9	13.9	25.7
经营性归母净利润(亿)	5.4	5.6	6.8	7.3	8.0	9.1	10.4	13.1
经营性归母净利润增速(%)	222.3	4.5	19.9	7.4	10.4	13.9	13.9	25.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

润滑油添加剂	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	28.7	27.3	30.7	32.9	36.8	42.3	48.6	57.5
收入增速(%)	187.9	-4.9	12.6	7.0	11.8	15.0	15.0	18.3
经营性净利润(亿)	5.2	5.5	6.6	7.3	8.0	9.1	10.4	13.1
经营性净利率(%)	18.3	20.3	21.6	22.1	21.8	21.6	21.4	22.8
经营性净利润增速(%)	234.8	5.7	19.5	9.7	10.4	13.9	13.9	25.7
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.8	0.9	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	109.8	-50.8	-3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	8.7	14.2	18.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	41.4	-19.5	26.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
润滑油添加剂	8.7%	中等	非常好	强	8.0%	19.66	11.3
其他	-	--	一般	一般	7.5%	-	-
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
润滑油添加剂(亿)	30.2	163.5	193.7	10.1	-	-	203.8
其他(亿)	0.5	-	-	0.3	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	30.8	163.5	193.7	10.4	-	-	204.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
润滑油添加剂(亿)	92.2	118.1	210.3	10.1	-	-	220.4
其他(亿)	0.5	-	-	0.3	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	92.7	118.1	210.3	10.4	-	-	220.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：润滑油添加剂行业相关信息不易获取，关键数据难以跟踪；公司信息披露详细程度较低，润滑油添加剂业务无法从产品维度进行量价拆分，公司与市场交流频率一般，交流充分度一般。业绩预测层面：公司业绩预测不确定性高。总体而言，公司估值确定性较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。