

瑞丰新材 (300910.SZ)

全年业绩保持高增长，加速抢占全球市场份额

事件：公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 30.5 亿元，同比增长 181.8%，归母净利润 5.88 亿元，同比增长 192.5%，其中四季度单季度实现营业收入 10 亿元，同比增长 147.7%，环比基本持平，归母净利润 2.25 亿元，同比增长 243.2%，环比增长 3.7%，四季度在疫情影响及汇兑损失情况下业绩环比继续增长，2022 年公司股权激励费用摊销约 1 亿元，多重因素影响下全年业绩依然保持高水平。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 23 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 9 股。

□ 全年复合剂产品产销旺盛，从中低级别向中高级别转型。近年来全球润滑油添加剂行业处于国际供应链体系重建、国内进口替代加速的阶段，公司迎来发展机遇期。2022 年公司润滑油添加剂实现收入 28.7 亿元，同比增长 187.9%，毛利率 30.7%，同比基本持平，销量 14.3 万吨，同比增长 112.4%；公司外销收入 24.3 亿元，同比增长 367.8%，占公司总收入 79.8%，公司复合剂有关指标在中石化、中石油已经通过其引进的 API 标准的台架实验。报告期内，公司加大复合剂产品的推广力度，加快复合剂产品的国际权威认证与客户内部的评价检测工作，在核心客户准入方面取得突破，复合剂销量快速增长，复合剂收入占比达 66.44%，转型升级卓有成效；同时公司复合剂产品从中低级别逐步向中高级别转型，全年盈利能力逐季提高，其中 2022Q4 综合毛利率 34.3%，环比提高 3.9 pct。

□ 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，近五年年均复合增长 5.3%，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，根据立鼎产业研究院数据，欧美四大跨国公司全球市占率达 85%，公司不断抢占全球市场份额，预计 2022 年公司复合剂全球市占率 2%-3%，仍有较大提升空间。

□ 持续扩产加速抢占全球市场份额，未来成长空间大。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，公司复合剂转型已经进入收获期，近年来中美贸易摩擦加剧，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。公司现有润滑油添加剂（单剂）产能 17 万吨/年，在建产能 55 万吨/年，其中 9 万吨/年新产能将于 2022Q2 投产，同时公司拟投资 10 亿元建设的年产 46 万吨润滑油添加剂系列产品项目于 2022 年 12 月取得环评批复，将大幅提升公司未来成长空间。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.48 亿、14.42 亿、18.43 亿元（若加回股权激励摊销费用则分别为 11.2 亿、14.8 亿、18.5 亿元），EPS 分别为 6.99、9.61、12.28 元，当前股价对应 PE 分别为 15.5、11.3、8.8 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。

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

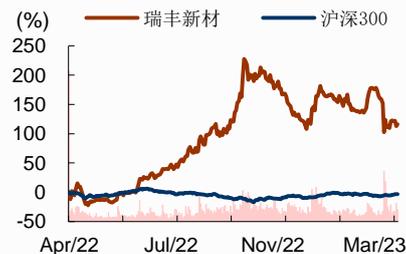
当前股价：108.23 元

基础数据

总股本（万股）	15000
已上市流通股（万股）	9110
总市值（亿元）	162
流通市值（亿元）	99
每股净资产（MRQ）	18.3
ROE（TTM）	21.5
资产负债率	19.0%
主要股东	郭春莹
主要股东持股比例	37.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-3	119
相对表现	-11	-11	123



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《瑞丰新材（300910）—四季度业绩继续高增长，未来成长空间大》2023-01-09
- 《瑞丰新材（300910）—拟新建润滑油添加剂项目，大幅提升未来成长空间》2022-10-23
- 《瑞丰新材（300910）—业绩迎来爆发，未来发展空间巨大》2022-10-18

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

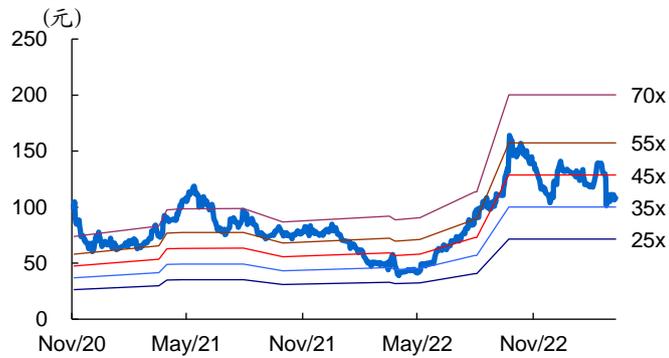
曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

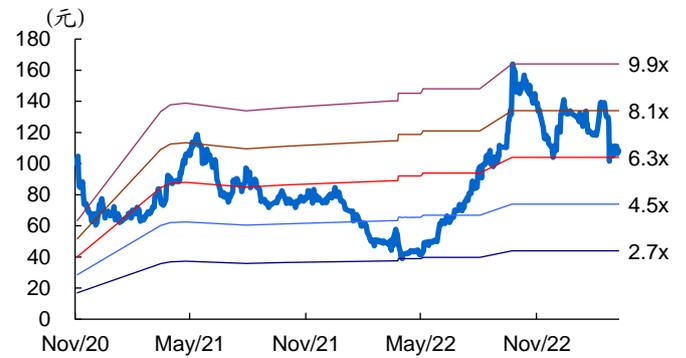
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1081	3046	5094	7026	8972
同比增长	26%	182%	67%	38%	28%
营业利润(百万元)	233	669	1195	1646	2104
同比增长	9%	188%	79%	38%	28%
归母净利润(百万元)	201	588	1048	1442	1843
同比增长	10%	193%	78%	38%	28%
每股收益(元)	1.34	3.92	6.99	9.61	12.28
PE	80.7	27.6	15.5	11.3	8.8
PB	7.5	5.9	4.7	3.6	2.7

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1957	2558	3530	4937	6625
现金	1160	827	1287	2158	3313
交易性投资	211	847	847	847	847
应收票据	0	2	3	5	6
应收款项	164	205	313	432	551
其它应收款	1	0	0	0	0
存货	290	532	843	1168	1489
其他	130	145	237	328	418
非流动资产	501	838	863	885	905
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	330	371	407	439
无形资产商誉	72	128	115	104	93
其他	143	380	377	375	373
资产总计	2458	3396	4393	5822	7530
流动负债	300	633	927	1228	1527
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	248	386	620	859	1096
预收账款	8	89	144	199	254
其他	44	157	163	170	177
长期负债	0	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	11	11	11	11
负债合计	300	644	938	1239	1538
股本	150	150	150	150	150
资本公积金	1531	1643	1643	1643	1643
留存收益	477	946	1649	2777	4187
少数股东权益	0	14	13	13	12
归属于母公司所有者权益	2158	2739	3442	4569	5979
负债及权益合计	2458	3396	4393	5822	7530

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	58	658	839	1211	1606
净利润	201	588	1048	1441	1842
折旧摊销	31	43	54	57	60
财务费用	4	(1)	(8)	(14)	(22)
投资收益	(1)	(3)	(41)	(41)	(41)
营运资金变动	(176)	38	(231)	(251)	(251)
其它	(0)	(6)	17	18	18
投资活动现金流	(201)	(932)	(40)	(40)	(40)
资本支出	(194)	(215)	(81)	(81)	(81)
其他投资	(7)	(717)	41	41	41
筹资活动现金流	(124)	(109)	(338)	(301)	(411)
借款变动	(37)	(156)	(1)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	112	0	0	0
股利分配	(120)	(120)	(345)	(314)	(433)
其他	34	55	8	14	22
现金净增加额	(267)	(383)	461	871	1155

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1081	3046	5094	7026	8972
营业成本	752	2129	3421	4740	6045
营业税金及附加	5	12	20	28	35
营业费用	22	76	107	141	179
管理费用	69	144	234	309	395
研发费用	37	104	158	211	269
财务费用	(33)	(54)	(8)	(14)	(22)
资产减值损失	(3)	(7)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动收益	3	34	34	34	34
其他收益	2	4	4	4	4
投资收益	1	3	3	3	3
营业利润	233	669	1195	1646	2104
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	231	672	1198	1649	2107
所得税	30	84	151	207	265
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	201	588	1048	1442	1843

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	26%	182%	67%	38%	28%
营业利润	9%	188%	79%	38%	28%
归母净利润	10%	193%	78%	38%	28%
获利能力					
毛利率	30.5%	30.1%	32.8%	32.5%	32.6%
净利率	18.6%	19.3%	20.6%	20.5%	20.5%
ROE	9.5%	24.0%	33.9%	36.0%	34.9%
ROIC	8.2%	21.9%	33.4%	35.5%	34.4%
偿债能力					
资产负债率	12.2%	19.0%	21.3%	21.3%	20.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.5	4.0	3.8	4.0	4.3
速动比率	5.6	3.2	2.9	3.1	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	1.0	1.3	1.4	1.3
存货周转率	3.8	5.2	5.0	4.7	4.5
应收账款周转率	7.9	16.4	19.5	18.7	18.1
应付账款周转率	3.8	6.7	6.8	6.4	6.2
每股资料(元)					
EPS	1.34	3.92	6.99	9.61	12.28
每股经营净现金	0.39	4.39	5.59	8.08	10.71
每股净资产	14.39	18.26	22.95	30.46	39.86
每股股利	0.80	2.30	2.10	2.88	3.69
估值比率					
PE	80.7	27.6	15.5	11.3	8.8
PB	7.5	5.9	4.7	3.6	2.7
EV/EBITDA	70.6	24.4	12.8	9.4	7.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

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。