

# 科思股份 (300856.SZ)

## 防晒剂龙头持续精进，量价驱动业绩拐点渐显

深耕防晒剂赛道二十余年，成长为全球防晒剂龙头。科思股份成立于2000年，管理层具备丰富产业经验，历经二十余年深耕，现已发展为全球化学防晒剂制造商龙头，市占率超20%。公司主营化妆品活性成分及合成香料两大业务，2022年营收分别为14.4亿/2.9亿元，同比+97.1%/-10.5%。前期受外部环境及逆势扩产影响，业绩有所承压，随着产品提价措施落地、产品结构优化及新产能释放，业绩逐步修复，2022年营收/归母净利润分别17.6亿/3.88亿元，分别同增62%/192%，毛利率/归母净利率分别恢复至36.7%/22.0%，业绩拐点渐显。

**原料环节在产业链中价值放大，赛道格局有望优化。**随着化妆品新规逐步落地，原研价值在产业链中有效放大。据公司招股书披露，全球防晒剂消耗量约5万吨，CAGR约4%，中国防晒剂消耗量约1.2万吨，CAGR约7%，中国防晒产品市场渗透率较低仍处于成长期前期阶段。防晒剂在原料中功效较强，高标准、长时间的供应商认证体系导致壁垒较高。全球香料香精行业市场较稳定，市场规模约2000亿元，CR7超70%。中国香精香料行业规模约459亿元，集中度较低。监管趋严下产业链各环节强强联合动力充足，格局有望持续集中。科思股份作为全球防晒剂龙头，2022年境外/境内营收占比88.8%/11.2%，除用量较大的传统化学防晒剂如AVB、OCT等，还拓展布局P-S、EHT和PA等新型防晒剂，已涵盖UVA、UVB所有波段，在合成香料领域发展历史悠久壁垒深厚，为全球唯三能大规模生产铃兰醛的制造商之一。

**产研及客户资源壁垒高筑，成长路径清晰。**公司防晒产品线完备且品质优异，具备多种核心中间体自制能力。自2015年切入帝斯曼供应链进行独家专供并持续拓展其他客户，取得美欧等多个主要出口国相关认证，客户群已涵盖国际头部日化企业并陆续拓展国内市场。随出行复苏及产品提价落地驱动业绩回暖，在传统防晒剂领域如AVB等壁垒深厚，有望维持稳健增长，凭借研发储备和客户优势拓展新型防晒剂，PS、EHT、PA等高价值产品陆续放量，此外，可转债募投项目中包含1000吨P-S和1600吨P-S中间体RET以及氨基酸表活产能12800吨/年、高分子增稠剂卡波姆2000吨/年，跨赛道布局日化领域有望支撑打开中长期成长空间。

**盈利预测及投资建议。**公司作为全球防晒剂龙头，前期受外部环境影响业绩承压，随着提价措施落地、产品结构优化及新产能释放，业绩拐点逐步显现。我们预计公司2023-2025年收入分别为23.4/30.5/39.2亿元，同比增速分别为32.7%/30.1%/28.5%；净利润分别为4.8/6.0/7.6亿元，同比增速分别为23.4%/24.2%/28.0%。综合考虑，我们认为公司2023年合理估值30XPE，对应目标市值144亿元，给予“买入”评级。

**风险提示：**新增产能投放不及预期；客户集中度较高风险；原材料价格波动风险；关税政策及汇率波动风险；收入增速及盈利能力不及预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,090	1,765	2,342	3,047	3,917
增长率 yoy (%)	8.1	61.8	32.7	30.1	28.5
归母净利润(百万元)	133	388	479	595	761
增长率 yoy (%)	-18.7	192.1	23.4	24.2	28.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.78	2.29	2.83	3.51	4.50
净资产收益率(%)	8.4	20.0	21.2	21.3	21.9
P/E(倍)	92.7	31.7	25.7	20.7	16.2
P/B(倍)	7.8	6.3	5.5	4.4	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年5月19日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	化妆品
5月19日收盘价(元)	72.77
总市值(百万元)	12,321.42
总股本(百万股)	169.32
其中自由流通股(%)	34.83
30日日均成交量(百万股)	3.42

#### 股价走势



#### 作者

分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

分析师 杨义韬

执业证书编号: S0680522080002

邮箱: yangyitao@gszq.com

研究助理 萧灵

执业证书编号: S0680121060008

邮箱: xiaoling@gszq.com

#### 相关研究

1、《美容护理: 上游专题: 原研价值凸显, 掘金优质厂商》2022-12-03



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1075	1331	1674	2236	2774	<b>营业收入</b>	1090	1765	2342	3047	3917
现金	212	544	734	955	1228	营业成本	799	1118	1463	1898	2431
应收票据及应收账款	166	291	315	474	541	营业税金及附加	9	13	17	22	29
其他应收款	1	1	1	1	2	营业费用	13	17	33	49	63
预付账款	4	5	6	9	11	管理费用	82	106	159	222	286
存货	336	454	581	761	957	研发费用	45	80	115	152	196
其他流动资产	356	36	36	36	36	财务费用	9	-26	1	14	26
<b>非流动资产</b>	761	939	1153	1415	1725	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	9	8	10	10	10
固定资产	605	672	879	1132	1418	公允价值变动收益	0	0	0	1	0
无形资产	46	90	99	107	117	投资净收益	16	5	7	8	9
其他非流动资产	110	177	175	176	190	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1836	2271	2827	3652	4499	<b>营业利润</b>	157	464	570	708	906
<b>流动负债</b>	225	284	531	822	985	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	150	396	428	营业外支出	3	4	2	2	2
应付票据及应付账款	176	192	290	335	466	<b>利润总额</b>	155	461	569	707	905
其他流动负债	49	92	91	90	91	所得税	22	73	90	112	144
<b>非流动负债</b>	21	41	41	41	41	<b>净利润</b>	133	388	479	595	761
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	41	41	41	41	<b>归属母公司净利润</b>	133	388	479	595	761
<b>负债合计</b>	246	325	572	863	1026	EBITDA	222	539	643	818	1050
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.78	2.29	2.83	3.51	4.50
股本	113	169	169	169	169						
资本公积	880	823	823	823	823						
留存收益	595	949	1263	1625	2106						
归属母公司股东权益	1590	1945	2255	2788	3473						
<b>负债和股东权益</b>	1836	2271	2827	3652	4499						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	152	287	508	424	797
净利润	133	388	479	595	761
折旧摊销	74	94	88	120	153
财务费用	9	-26	1	14	26
投资损失	-16	-5	-7	-8	-9
营运资金变动	-51	-194	-53	-297	-134
其他经营现金流	3	32	0	-1	0
<b>投资活动现金流</b>	-39	75	-295	-374	-453
资本支出	210	262	214	262	309
长期投资	151	330	0	0	0
其他投资现金流	322	666	-81	-112	-144
<b>筹资活动现金流</b>	-19	-39	-172	-75	-103
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	56	0	0	0
资本公积增加	0	-56	0	0	0
其他筹资现金流	-19	-39	-172	-75	-103
<b>现金净增加额</b>	91	332	40	-26	241

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	8.1	61.8	32.7	30.1	28.5
营业利润 (%)	-19.6	195.5	23.0	24.1	28.0
归属母公司净利润 (%)	-18.7	192.1	23.4	24.2	28.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	26.8	36.7	37.5	37.7	37.9
净利率 (%)	12.2	22.0	20.5	19.5	19.4
ROE (%)	8.4	20.0	21.2	21.3	21.9
ROIC (%)	7.9	19.1	19.3	18.4	19.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	13.4	14.3	20.2	23.6	22.8
净负债比率 (%)	-12.4	-27.3	-25.4	-19.7	-22.7
流动比率	4.8	4.7	3.2	2.7	2.8
速动比率	3.2	2.9	2.0	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	7.1	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	5.0	6.1	6.1	6.1	6.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	2.29	2.83	3.51	4.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.90	1.70	3.00	2.50	4.71
每股净资产 (最新摊薄)	9.39	11.49	13.32	16.47	20.51
<b>估值比率</b>					
P/E	92.7	31.7	25.7	20.7	16.2
P/B	7.8	6.3	5.5	4.4	3.5
EV/EBITDA	53.0	21.9	18.3	14.4	11.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 19 日收盘价

## 内容目录

1.公司概况：全球领先的防晒剂制造商 .....	5
1.1 二十余年征程，深耕合成香料及防晒剂细分赛道 .....	5
1.2 两大业务竞争力强劲，防晒剂营收约占7成 .....	7
2.行业概况：原料商价值提升，细分赛道大有可为 .....	11
2.1 监管驱动产业链重构，原料端价值持续提升 .....	11
2.2 防晒剂行业：原料中的黄金赛道 .....	13
2.2.1 需求端：终端市场蓬勃发展，消费者持续渗透 .....	14
2.2.2 供给端：较高进入壁垒利于格局持续优化 .....	15
2.3 香精香料行业：全球市场相对稳定，中国市场仍较分散 .....	17
3.竞争优势：研产沉淀深厚，客户壁垒高筑 .....	19
3.1 产品线完备，议价能力强劲 .....	19
3.2 研发积累深厚，奠定核心竞争优势 .....	20
3.3 客户结构稳定且优质，积极开拓国内市场 .....	21
4.发展逻辑：短中长期三维梳理，成长路径清晰 .....	24
4.1 短期：出行复苏驱动订单回升，产品提价效果渐显 .....	24
4.2 中期：募投项目扩张落地，产能逐步释放 .....	25
4.3 长期：品类持续延伸，跨赛道打开成长空间 .....	27
5.盈利预测及投资建议 .....	29
5.1 盈利预测： .....	29
5.2 投资建议： .....	30
风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1: 科思股份主要发展历程及客户情况 .....	5
图表 2: 科思股份股权架构图 .....	6
图表 3: 科思股份主要管理层情况 .....	6
图表 4: 科思股份所在产业链及所处位置 .....	7
图表 5: 2017-2022 年公司营收及归母净利润情况 (亿元, %)	7
图表 6: 2017-2022 年公司毛利率及归母净利率情况 (%)	7
图表 7: 公司各业务板块营收结构 (单位: 亿元)	8
图表 8: 公司各模式营收结构 (单位: 亿元)	8
图表 9: 公司主要产品及功能用途 .....	8
图表 10: 公司主营业务整体及分业务毛利率情况 (单位: %)	10
图表 11: 2017-2022 年公司主要费用率情况 (单位: %)	10
图表 12: 化妆品产业链各环节主要企业 .....	11
图表 13: 化妆品行业新规体系各环节要点及影响 .....	12
图表 14: 新规下化妆品原料分类结构 .....	12
图表 15: 不同波段紫外线对皮肤的伤害程度 .....	13
图表 16: UVA、UVB 特点及相应产品防护能力衡量标准 .....	13
图表 17: 2016-2021 年全球防晒剂市场规模 (单位: 公吨)	14
图表 18: 2020 年各国防晒产品渗透率 .....	14
图表 19: 消费者对防晒品类关注度显著提升, 低龄化、城市下沉渗透趋势明显 .....	14
图表 20: 主要防晒剂厂商情况 .....	15

图表 21: 主要国家对于防晒剂的监管情况 .....	16
图表 22: 2018-2021 年防晒剂使用数量增速变化 .....	16
图表 23: 全球香精香料市场规模 (单位: 亿美元, %) .....	17
图表 24: 2020 年香料香精行业头部企业市占率情况 .....	17
图表 25: 近 15 年来我国香精香料行业增长迅速 (单位: 亿元, %) .....	17
图表 26: 2014-2020 年我国香精香料行业产量及增速 (单位: 万吨, %) .....	17
图表 27: 主要香精香料企业概况 .....	18
图表 28: 科思股份主要业务概览 .....	19
图表 29: 科思股份主要细分产品概览 .....	20
图表 30: 公司研发费用及研发费率情况 (亿元, %) .....	20
图表 31: 公司研发人数及占比情况 (人, %) .....	20
图表 32: 公司主要产品生产技术概况 .....	21
图表 33: 公司前五大客户销售占比情况 .....	22
图表 34: 公司主要产品对应客户情况 .....	22
图表 35: 公司境内外收入及增速情况 (单位: 亿元, %) .....	23
图表 36: 公司境内外毛利率情况 (单位: %) .....	23
图表 37: 海外主要地区航线 RPK 相较于 2019 年恢复程度 .....	24
图表 38: 公司主要原材料采购及成本情况 .....	24
图表 39: 公司逐季毛利率变动情况 (单位: %) .....	25
图表 40: 化妆品活性成分及其原料业务产销情况 (单位: 吨; %) .....	25
图表 41: 合成香料业务产销情况 (单位: 吨; %) .....	25
图表 42: 公司主要产线布局情况 .....	26
图表 43: 公司前次募资募投项目投产情况 (单位: 万元, 吨) .....	26
图表 44: 安庆、江宁项目投资情况 .....	27
图表 45: 公司未来研发产品及技术布局 .....	27
图表 46: 公司新发行可转债募资用途 (单位: 亿元, 吨) .....	28
图表 47: 公司盈利预测情况概览 .....	30
图表 48: 可比公司估值情况 .....	31

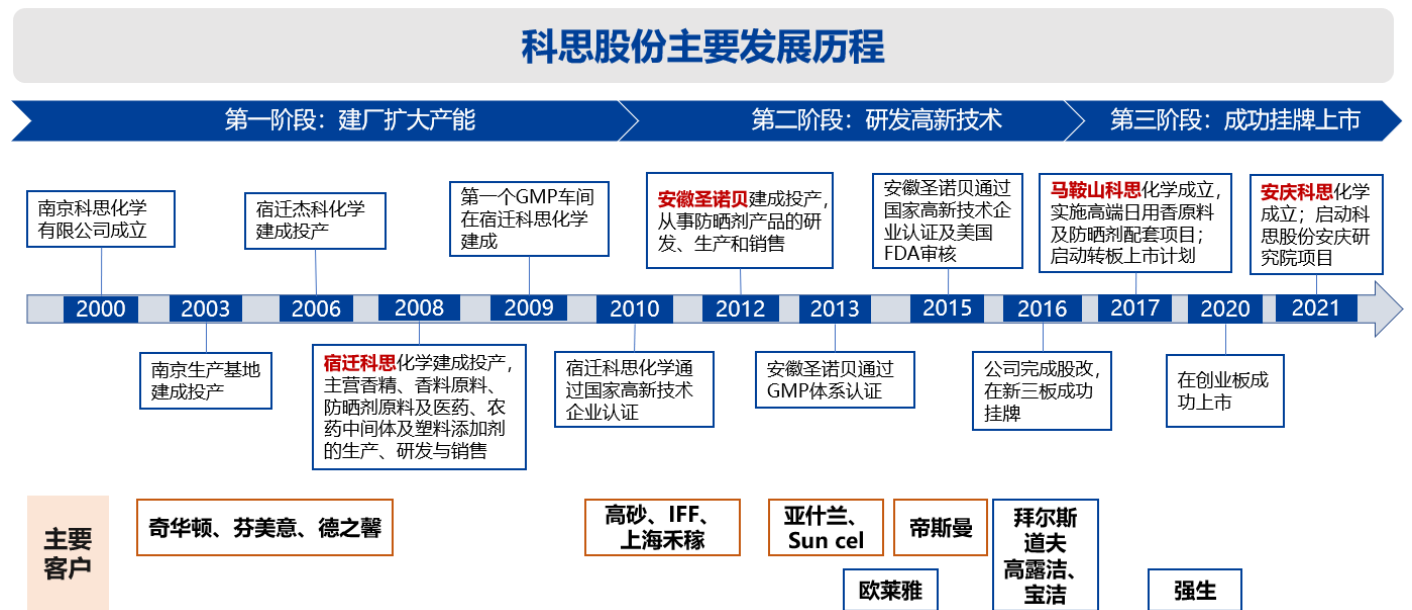
## 1.公司概况：全球领先的防晒剂制造商

### 1.1 二十余年征程，深耕合成香料及防晒剂细分赛道

公司成立于2000年，主营化妆品活性成分及合成香料两大业务，历经二十余年深耕，现已发展为全球最主要的化学防晒剂制造商之一，以“美好、美化人们生活”为使命，目标成为“全球最好的日用化学品原料供应商”，其主要发展历程可分为三大阶段：

- 1) 2000-2009年，建厂投产，积累生产经验：公司于2003年建成南京生产基地并投产；2006年，宿迁杰科化学建成投产；2007年成立宿迁科思并于次年建成投产，2009年宿迁科思建成第一个GMP车间；
- 2) 2010-2015年，进军防晒剂领域，研发技术持续突破：2010年成立安徽圣诺贝，同年，宿迁科思通过国家高新技术企业认证；2012年安徽圣诺贝正式建成投产，2013年通过GMP认证，2015年通过国家高新技术企业认证与FDA审核，陆续进入多家全球知名供应商体系；
- 3) 2016年至今，完成股改，成功上市：2016年完成股改并于新三板挂牌。2017年启动转板，并成立马鞍山科思。2020年成功登陆创业板，2021年成立安庆科思化学，并启动科思股份安庆研究院项目。

图表1：科思股份主要发展历程及客户情况

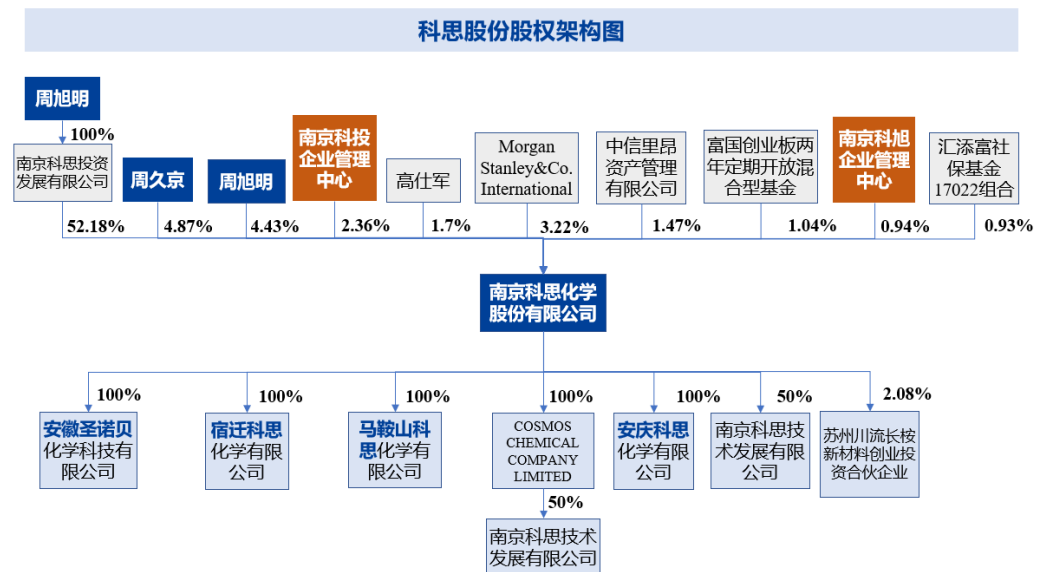


资料来源：公司招股说明书，公司官网，国盛证券研究所 注：橙色框为原料方客户，蓝色框为品牌方客户

公司实控人持股**61.48%**，股权激励平台绑定核心骨干。公司股权较为集中，实控人为周旭明与周久京父子，截至2023年3月合计持有公司61.48%股权。其中周旭明直接持股4.43%，通过全资持有南京科思投资发展间接持股52.18%，周久京直接持股4.87%。高仕军所持1.7%股权，为2017年经上海盛宇转让所得。截至2023年3月，前十大股东中南京科投、南京科旭为公司对员工实施股权激励的持股平台，合计持股3.3%，激励制度较为完善。



图表 2: 科思股份股权架构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 截至 2023 年 3 月

管理层专业背景丰富，多位高管为化工相关专业。公司管理层学历与工作背景均较为专业，绝大部分高管为相关专业本科以上学历背景。公司实控人、董事长周旭明为南京工业大学高分子化工专业毕业，在相关领域有丰富行业经验；总裁、董事杨军为化学工程与工艺（精细化工）专业；董秘曹晓如为经济法学硕士，副总裁陶龙明为高分子材料学士，财务总监孟海斌为会计学学士。

图表 3: 科思股份主要管理层情况

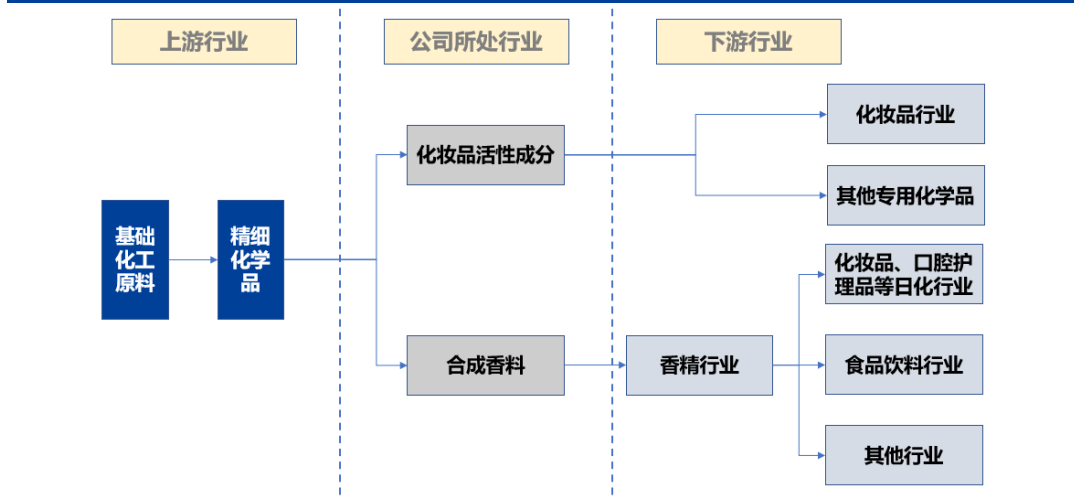
科思股份主要管理层情况				
姓名	职务	出生年份	学历	工作履历
周旭明	董事长	1973	高分子化工专业，本科	2001年4月至2009年3月任公司执行董事；2011年11月至今任南京科思投资发展有限公司执行董事；2011年12月至今任公司董事长；2012年5月至今任科思香港董事。
杨军	董事、总裁	1978	化学工程与工艺（精细化工）专业，本科	2001年8月至2003年7月就职于中国石化扬子石油化工有限公司先后任烯燃厂生产技术员和销售员；2003年8月至今先后任公司业务经理、营销总监、副总经理、总经理总裁；2012年7月至今任公司董事。
曹晓如	董事、董秘、副总裁	1983	经济法学专业，硕士	2008年7月至2011年7月任鸿元控股集团法务助理；2011年7月至2012年11月任金煤控股集团法务专员；2012年12月至2014年9月任上海丹化化工审计法律部经理；2013年6月至2015年4月任丹化化工监事；2014年10月至今就职于公司，自2016年5月起任公司董事会秘书，2018年2月至今任公司董事，2023年5月任公司副总裁。
陶龙明	副总裁	1971	高分子材料专业，本科	1999年3月至2018年3月任南京三隆包装有限公司副总经理；2018年6月至今任公司副总裁。
何驰	副总裁	1977	精细化工专业，本科	1999年7月至2004年4月历任江苏淮河化工技术员、车间主任；2004年5月至2005年11月任上海博源精细化工项目部经理；2005年12月至2008年11月任江苏中旗化工生产部经理；2010年11月至今历任安徽圣诺贝化学副总经理、总经理、执行董事，2019年8月至今历任马鞍山科思化学总经理、执行董事兼总经理；2021年10月至今任安庆科思化学总经理，2023年5月任公司副总裁。
王艳红	副总裁	1976	外贸英语专业，大专	2000年10月至今历任公司外贸业务经理、营销中心总监；2016年5月至2023年5月任公司监事，2023年5月任公司副总裁。现兼任星烨数据技术有限公司监事、南京科颐通信技术有限公司监事。
杨东生	总工艺工程师	1967	园艺专业，大专	2006年5月至2011年12月任宿迁杰科监事；2007年10月至2011年11月任宿迁科思董事长、副总经理；2010年11月至2011年12月任安徽圣诺贝总经理、副董事长；2011年12月至今任安徽圣诺贝执行董事；2012年7月至今任公司董事；2012年11月至2023年4月任公司副总裁；2017年10月至今任宿迁科思、宿迁杰科执行董事。
孟海斌	财务总监	1977	会计学专业，本科	2000年7月至2007年9月任南京三隆包装财务主管；2007年9月至2018年4月任深圳市东冠包装印刷纸品有限公司副总经理；2018年6月至今，任公司财务总监

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所注: 截至 2023 年 5 月

## 1.2 两大业务竞争力强劲，防晒剂营收约占7成

公司主要业务包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料两大部分。上游为基础化工行业，下游主要为化妆品、口腔护理等日化行业以及食品饮料行业等。其中，在防晒剂领域，公司是全球最主要的化学防晒剂制造商，也是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范 (EFFCI) 认证的日化原料制造商之一。公司的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，凭借完整的产品线和严格的品质管理，已成为国际防晒剂市场的有力竞争者，市占率超 20%；在合成香料领域，公司从事研发、生产和销售已有 20 余年，相关产品在国际市场上也具有较强的竞争力。

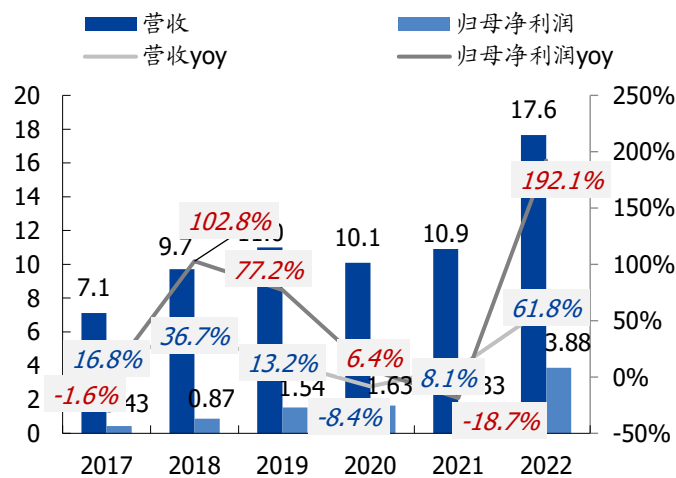
图表 4: 科思股份所在产业链及所处位置



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

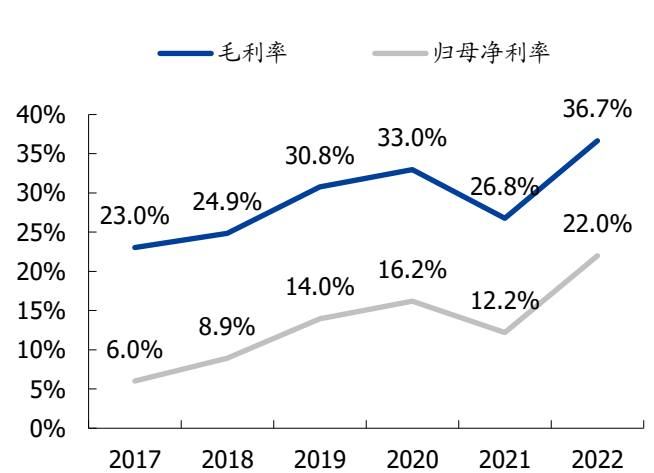
从财务指标来看, 公司业绩整体呈稳健增长趋势, 2019-2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 17.1%/36.2%, 2022 年营收/归母净利润分别 17.6 亿/3.88 亿元, 分别同增 62%/192%。季节性方面, 防晒类产品销售旺季一般为春夏季, 而大型化妆品生产商需留下充足时间安排生产备货, 所以防晒剂供应商的销售旺季为冬春季, 公司第一四季度的营收占比略高于二三季度, 但由于客户覆盖全球多个国家和地区, 因此季节性影响程度不明显。盈利能力方面, 呈稳定提升态势, 其中 2021 年因原材料和海运价格大幅上涨影响毛利率水平, 因加大研发投入、新增产线产能利用率尚在逐步提升等影响利润率水平, 2022 年毛利率/归母净利率分别恢复至 36.7%/22.0%。

图表 5: 2017-2022 年公司营收及归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2017-2022 年公司毛利率及归母净利率情况 (%)



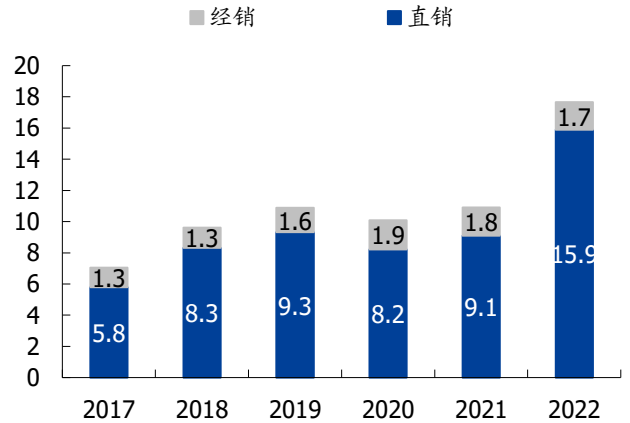
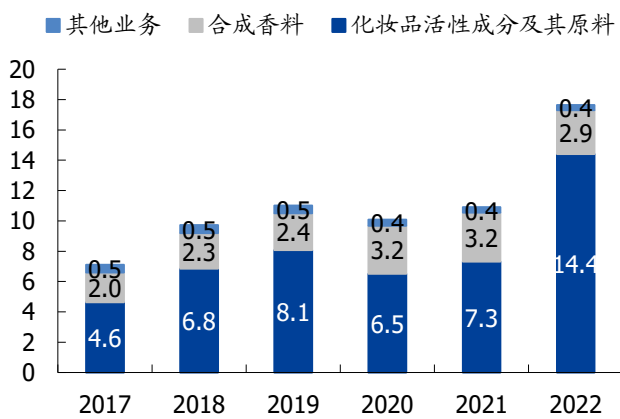
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从营收结构来看, 公司两大业务中, 1) 化妆品活性成分及其原料业务: 营收占比大约 65%-80%, 2019 年收入体量达 8.1 亿元, 而后 2020 年因出行场景受限导致防晒产品需

求减弱，且客户中亚什兰因自身战略逐步退出防晒产品业务，收入有所承压降至 6.5 亿元，2021-2022 年营收逐步恢复至 7.3 亿/14.4 亿元；2) 合成香料业务：营收较为稳定，2020-2021 年因全球对洗涤消杀类日用品的需求提高，收入体量增至 3.2 亿元，2022 年起随着需求回落，产品销量及收入同比有所下降，收入为 2.9 亿元。从销售模式来看，公司以直销为主、经销为辅，直销收入占比较高。2017-2021 年直销收入占比基本稳定在 82%-85%，2022 年直销占比提升至 90%。

图表 7: 公司各业务板块营收结构 (单位: 亿元)

图表 8: 公司各模式营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2017-2019 年为主营业务中直销/经销收入及占比, 2020-2022 年为整体营收中直销/经销收入及占比

具体产品方面: 1) 化妆品活性成分业务: 主要为防晒剂 (如阿伏苯宗、奥克立林、对甲氧基肉桂酸异辛酯等品种), 陆续有美白类活性成分向市场推出 (如维生素 C 磷酸酯钠 (C-50))。主要客户有帝斯曼、亚什兰、德之馨等; 2) 合成香料业务: 主要有铃兰醛、合成茴脑等品种, 主要客户包括奇华顿、芬美意等。

图表 9: 公司主要产品及功能用途

类型	产品名称	主要功能及用途	主要原材料
化妆品活性成分及其原料	AVB	阿伏苯宗, 主要的紫外线 UVA 防晒剂, 属于化学防晒剂, 一种广谱紫外线吸收剂, 可吸收 UVA320 ~ 400nm 波段, 几乎不吸收可见光, 具有吸收率高、无毒、无致畸, 对光和热的稳定性好等优点, 特别适用于浅色透明制品, 广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中。	甲苯、苯甲酸、三氯化铝、异丁烯
	OCT	奥克立林, 较新型的防晒成分, 在防晒霜中常搭配其他防晒剂一起使用, 能达到较高的 SPF 防晒指数。具有吸收率高、无毒、无致畸作用、对光、热稳定性好等优点。能同时吸收 UVA 和 UVB, 是美国 FDA 批准的 I 类防晒剂, 在美国和欧洲使用率较高。	二苯甲酮、异辛醇
	OMC	对甲氧基肉桂酸异辛酯, 属于化学防晒剂, 能有效防止 UVB290 ~ 320nm 的紫外线。吸收率高, 对皮肤无刺激, 安全性好, 是目前全世界最广泛使用的紫外线 UVB 防晒剂。广泛应用于防晒化妆品, 能有效吸收阳光中的紫外线, 防止皮肤晒红晒伤晒黑, 也是光感皮炎的治疗药物。	对甲氧基苯甲醛、异辛醇
	HMS	原膜散酯, 一种紫外线 UVB 防晒剂, 属于化学防晒剂, 无色透明液体, 不溶于水, 可吸收 UVB295 ~ 315nm 波段的紫外线, 适合抗水配方。降低在阳光下暴露造成的长期有害影响。	水杨酸甲酯、异佛尔酮
	OS	水杨酸异辛酯, 一种较弱的紫外线 UVB 防晒剂, 属于化学防晒剂, 可以吸收 UVB280 ~ 320 波段。虽然紫外线吸收能力较小, 但较安全, 毒性较小且廉价, 是较常使用的一类紫外线吸收剂。	水杨酸甲酯、异辛醇
	P-S	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪, 一种新型广谱紫外线吸收剂, 能同时吸收 UVA 和 UVB, 属于化学防晒剂, 具有脂溶性和较高的光稳定性, 与其他化学防晒剂搭配能显著增加其 SPF 值。同时具有三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大、紫外线吸收率高的特点, 具有高耐热性, 但能够吸收部分可见光, 易使制品泛黄。	间苯二酚、对溴苯甲醚
	P-M	亚甲基双-苯并三嗪基四甲基丁基酚, 是一种较新的广谱防晒剂, 能吸收紫外线 UVA 和 UVB, 而且兼具物理性屏蔽和化学吸收功能。	
	MAP	对甲氧基苯乙酮, 常用于高级化妆品和皂用香精中, 有很高的稳定性, 亦可作果实食品香精。也用于防晒剂阿伏苯宗 (AVB) 的生产和有机合成, 生产对甲氧基苯乙酸用作葛根素的中间体及液晶单体。	三氯化铝、苯甲醚
	MBB	对叔丁基苯甲酸甲酯, 一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体, 广泛应用于化工合成、制药、化妆品、香料香精、药品的生产, 主要用途之一就是用来生产防晒剂阿伏苯宗。	异丁烯、甲苯、甲醇



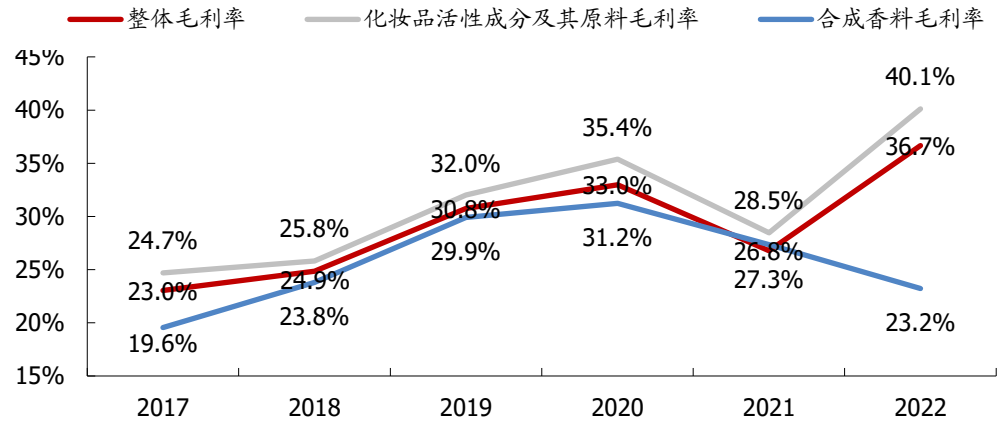
合成香料	<b>C-50</b>	<b>维生素 C 磷酸酯钠</b> ，一种理化性质稳定的维生素 C 衍生物，经口服或皮肤吸收进入人体后，能通过磷酸酯酶迅速酶解游离出维生素 C，具有维生素 C 所有功效，又克服了维生素 C 怕光、热及金属离子、易被氧化的缺点，可用于食品添加剂、化妆品以及其他领域。	维生素 C 磷酸酯、盐酸
	<b>EHT</b>	<b>辛基三嗪酮</b> ，一类新型广谱防晒剂，具有较大的分子结构和很高的紫外线吸收效率，既可吸收 UVB 又可吸收 UVA 段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂。具有较高的光稳定性，可防止 UVB 诱导的免疫抑制作用，且耐水性强，对皮肤的角质蛋白有较好的亲和力。	
	<b>PA</b>	<b>二乙氧基羟苯甲酰基苯甲酸己酯</b> ，BASF 研发的较新的油性化学性防晒剂。光稳定性佳，不易被分解。防晒波段 320-400nm，包含整个 UVA 波段，跟 UVB 防晒剂搭配使用可提升 SPF 值，有助于 UVB 的防护。	
	<b>LLY</b>	铃兰醛，一种无色或淡黄色油状液体，具有铃兰花香香味，香气纯正，幽雅柔和，留香时间长，首尾香气差异较小。在碱性介质中稳定，对皮肤刺激性小，深受调香师欢迎，广泛应用于日化香精中。	正丙醛、异丁烯、甲苯
	<b>TBB</b>	对叔丁基苯甲醛，具有醛类的特征香气，易被空气氧化变成对叔丁基苯甲酸，是药物、燃料、香料香精等精细化学品和电子化学品的重要原料，在铃兰醛的合成中需求量很大。	异丁烯、甲苯
	<b>PMOB</b>	对甲氧基苯甲醛，对具有类似山楂的气味，主要用作香料，配制花香型香精，用于食品及化妆品、香皂等。医药上用作抗组胺药物的中间体，少量也用作电镀增光剂等。在防晒剂工业，用于生产防晒剂对甲氧基肉桂酸异辛酯和对甲氧基肉桂酸异戊酯。	对苯酚、甲醇
	<b>AT</b>	合成茴脑，带有甜味，具茴香的特殊香气，广泛用于香精、香料、医药及食品，在牙膏和含漱液中广泛使用，还用作药物的矫味剂和矫气味剂、合成药物的原料及彩色照相的增感剂等。	三氯化铝、丙酰氯、苯甲醚
	<b>β-U80</b>	2-萘乙酮，有机合成的原料，主要用以配制葡萄、草莓、柑橘和橙花等型香精；还可用于日化香精配方中，常用于肥皂、洗涤剂香精配方中。	三氯化铝、精奈
	<b>TAP</b>	对甲基苯乙酮，有强烈的山楂似香气及水果和花香，可用于配制金合欢型、紫丁香型等香精；可与香豆素、大茴香醛、洋茉莉醛共用于皂用薰衣草、蔷薇、素心兰、新刈草型中；可微量用于杏仁、香荚兰豆香型的食用香精中，还可少量用于烟草香精中。	三氯化铝、乙酰氯、甲苯
		<b>BS</b>	水杨酸苄酯，一种用途广泛的合成香料，广泛用作花香型和非花香型香精的稀释剂和定香剂。
	<b>AS</b>	水杨酸戊酯，为水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯混合物，有一定的花香气味，具有定香作用，可用于配制多种类型的香精，广泛应用于香皂、沐浴液、洗发香波及其它日用化妆品。	
	<b>NHS</b>	水杨酸正己酯，日用香料的定香剂，也用作烟草香精，配制素心兰、康乃馨、馥奇等花香型香精的修饰剂。	
其他产品	<b>BBA</b>	对叔丁基苯甲酸，具有芳香酸的特征气味，可用作塑料添加剂，还用于生产对叔丁基苯甲酸甲酯，广泛应用于化学合成、化妆品、香料香精等行业。	异丁烯、甲苯

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

毛利率方面，公司在 2022 年由于产品价格带动下显著提升，公司整体毛利率 36.7%，化妆品活性成分及其原料业务毛利率较高，为 40.1%，合成香料业务毛利率 23.2%。影响毛利率的因素主要有产能利用率、生产工艺、原材料价格、产品售价、高毛利产品占比等。从过往毛利率波动情况来看：

- 2017 年较低主要因市场策略对产品降价；原油价格上涨及受环保因素制约，主要材料采购价格上涨；2016 年新建的 P-S 生产线于 2017 年试生产产量较低导致该产品毛利率为-9.32%，拉低综合毛利率。
- 2018 年毛利率上升主要是考虑材料价格上涨而提高产品售价，高毛利 P-S 产品销售额大幅提升。
- 2019 年上升主要是继续提高产品售价，主要材料采购价格下降。
- 2020 年上升主要因原材料价格受原油价格影响有所降低，P-S、LLY 等高毛利产品占比有所提升。
- 2021 年原材料和海运费价格大幅上涨压低了毛利率水平。
- 2022 年毛利率有所提升主要因公司产品价格调整措施逐步落地，整体产能利用率提升，新产品产能逐步释放。

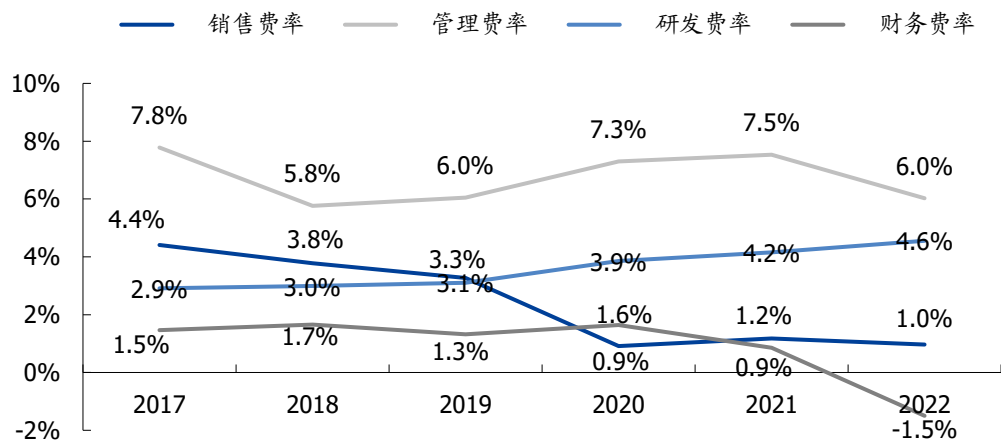
图表 10: 公司主营业务整体及分业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

费用率方面, 销售费用和管理费用主要构成为职工薪酬, 随着收入规模的增加, 销售费率和管理费率呈下降趋势, 2022 年分别为 1.0%/6.0%; 随着研发投入持续增加, 研发费率呈上升趋势, 2022 年增至 4.6%; 2022 年财务费用为-0.26 亿元, 对应财务费率为-1.5%, 主要是汇兑收益增加所致。

图表 11: 2017-2022 年公司主要费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.行业概况：原料商价值提升，细分赛道大有可为

### 2.1 监管驱动产业链重构，原料端价值持续提升

原料商位于化妆品产业链上游，过往在产业链中的利润空间相对比较弱势，毛利率水平约 25%-40%。内部格局较为分散，竞争较激烈。高端市场被海外垄断，本土市场存在大量同质化竞争。随着“十四五”规划中明确将化妆品产业作为培育高端自主品牌的重要消费领域之一，相应法规陆续颁布施行，以 2021 年 1 月起实施的《化妆品监督管理条例》作为基本法规，而后一系列重要配套规章及规范性文件相继发布，2022-2024 年多部法规过渡期将结束，对于国内化妆品产业而言为重要调整适应期，市场优胜劣汰节奏预计加速。龙头厂商在成本控制、生产技术以及客户资源方面具备优势，中小企业生存空间持续被挤压，未来格局有望进一步集中。

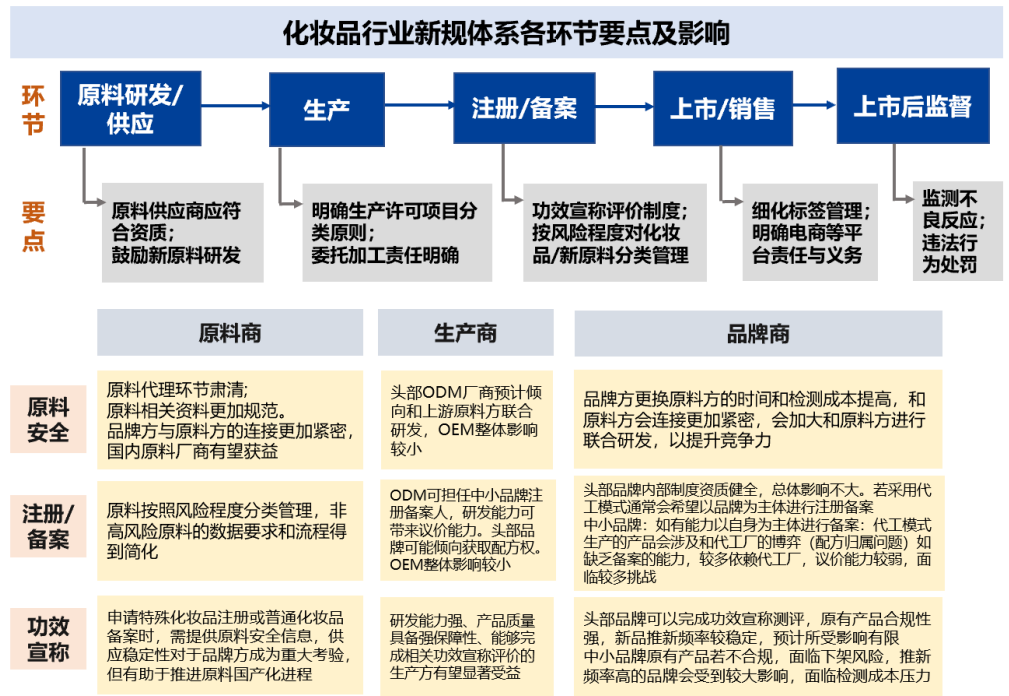
图表 12: 化妆品产业链各环节主要企业



资料来源：赛迪顾问，艾瑞咨询，中国日报网，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

新规形成了涵盖从原料、生产、品牌到平台渠道的全生命周期风险制度管理体系。主要从原料安全、注册备案人权责统一、功效宣称等方面对产业链各环节的相互联系及内部格局产生影响，整体来看，原料商、生产商及品牌商头部效应均有望加强，且相互之间强强合作的动力更为充足。《化妆品注册管理办法(征求意见稿)》《化妆品新原料注册与备案资料规范(征求意见稿)》等对化妆品新原料放开了大门，扩大了研发创新的空间。但同时也对新原料的申报资料提出了相对严格的要求，新原料的毒理学、功效测试，安全风险评估，人体安全性测试等都需要大量真实研发和资金投入，原料研发端的价值被有效放大。

图表 13: 化妆品行业新规体系各环节要点及影响

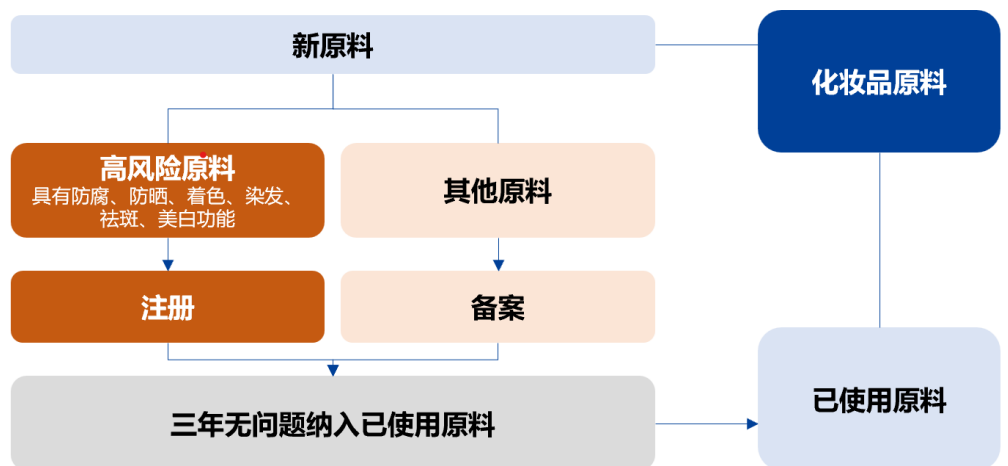


资料来源: 国家药监局, 国家市场监督管理总局, 国盛证券研究所

对于原料企业而言, 原料报送制度规定同一规格原料只能授权一家企业, 有望提升原料直销占比, 加大绑定原料商与品牌商之间的直接关系; 注册/备案人制度以及功效宣称规定提高了合规成本, 推动优质原料商与生产端的关系绑定。

- 1) 加强监管, 原料商需加强对原料的功效数据验证: 新规按风险程度实施注册/备案双轨制管理, 非高风险原料的数据要求和流程得到简化, 对于通过宣称原料功效进行产品功效宣称的, 应当开展文献资料调研、研究数据分析或者功效宣称评价试验, 且原料的功效宣称应当与产品的功效宣称具有充分的关联性。因此为迎合“成分党”开发的产品会有明显下降的趋势, 跟风开发网红原料化妆品等也会减少。
- 2) 鼓励创新, 化妆品新原料会不断快速涌现, 具有较强技术实力的原料企业将迎来发展契机。新规下化妆品新原料列入“已使用化妆品原料目录”前, 化妆品新原料的使用/许可使用权由化妆品注册备案人所有, 对化妆品原料企业前期研发的投入有积极的反馈作用, 对原料研究、创新的合法权益保护力度提高, 有利于研发技术类企业成长和市场的良性发展。

图表 14: 新规下化妆品原料分类结构



资料来源: 国家药监局《化妆品注册备案管理办法》, 国盛证券研究所



海外原料产业加速向国内转移，企业迎来发展机遇。由于我国生产环境具备相对竞争优势，越来越多欧美企业寻求国外稳定供应商或转移自身生产，相比之下，我国供应链具备产能充足、供货稳、成本较低等多重优势，进一步加速国产替代与供应链转移的步伐，帮助我国企业获取更多下游客户订单，实现更多国际化突破。

## 2.2 防晒剂行业：原料中的黄金赛道

防晒剂是指对紫外线具有吸收作用的紫外光吸收剂，目前防晒产品分为化学、物理、物化结合与生物防晒等，满足不同场景防晒需求。

- 按照作用原理的不同，分为物理防晒剂与化学防晒剂。其中，物理防晒安全性、稳定性较高，起效快且持续时间长，但使用后会产生皮肤油腻、假白等副作用；化学防晒通过吸收紫外线达到防晒效果，起效需一定的等待时间，使用体验较为清爽，但伴有渗入皮肤或过敏等风险，持续时间较短。
- 按照吸收波段的不同，可以分为 UVA（长波紫外线）防晒剂、UVB（中波紫外线）防晒剂与同时具有防御 UVA 与 UVB 功能的广谱防晒剂。传统防晒主要关注会造成即时、严重皮肤损害的 UVB，而忽略影响较慢性的 UVA。随着消费者对于 UVA 认知的提升，兼具防御 UVB 与 UVA 功能的广谱防晒产品更受青睐。

图表 15：不同波段紫外线对皮肤的伤害程度



资料来源：CBN Data《2021 防晒趋势白皮书》，国盛证券研究所

一般而言，以 PA 等级衡量 UVA 的防护能力，体现产品防晒黑、防老化能力。各国对 PA 等级的测定标准有所不同，中国和日本采用 PFA 值来测定 PA 等级，欧美采用 PPD 值（衡量标准与 PFA 相似），美国和加拿大则采用“广谱防护”来表示（若临界波长  $\geq 370\text{nm}$ ，则产品可宣称提供“广谱防护”）。以 SPF 值衡量 UVB 的防护能力，即太阳辐射使皮肤变红所需要的时间，体现了产品的防晒伤能力。

图表 16：UVA、UVB 特点及相应产品防护能力衡量标准

	UVA	UVB
波长	320-400nm（长波）	280-320nm（中波）
对人体损害	可达真皮层，使皮肤老化、变黑、起皱，引发或加重雀斑、黄褐斑等各种色斑	作用于皮肤表面，诱发红包，造成皮肤发红、水肿等，愈后可留有色素沉着斑
特点	损伤较为长期、慢性，具有隐蔽性	造成即时、严重的皮肤损害
场景	一年四季几乎相同，阴天可穿透云层	夏日户外、海边、高原地区等
衡量标准	<b>PA 等级（PFA 值）</b> <2: 不得标识 UVA 防护效果； 2-3: PA+, 理论 UVA 吸收量 50%； 4-7: PA++, 理论 UVA 吸收量 75%； 8-15: PA+++, 理论 UVA 吸收量 87.5%； >16: PA++++, 理论 UVA 吸收量 93.75%。	<b>SPF 值</b> SPF15: 日晒下最大安全时间 225 分钟； SPF15-25: 日晒下最大安全时间 225-375 分钟； SPF25-30+: 日晒下最大安全时间 > 375 分钟； SPF50+: 日晒下最大安全时间 > 750 分钟；

资料来源：华经情报网，国盛证券研究所

### 2.2.1 需求端：终端市场蓬勃发展，消费者持续渗透

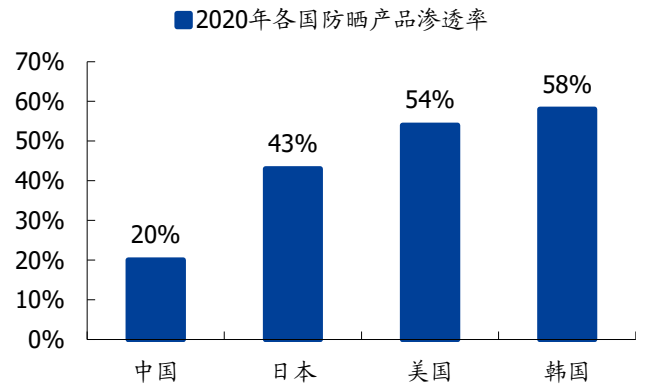
全球防晒剂年消耗量约5万吨，亚太区为主要增长驱动力。根据公司招股说明书及华经产业研究院统计，2016年至2021年，全球防晒剂消耗量由约4.4万吨增长至约5.2万吨，CAGR约4%，预计2025年全球防晒剂消耗量可达6.6万吨，全球防晒化妆品市场规模将达到155亿美元，主要由发达国家防晒意识提升和新兴市场推动增长。其中，亚太市场为防晒剂消耗量增长的主要驱动力，增速远超其他区域。2015-2020年中国防晒剂消耗量由0.6万吨增至1.2万吨，预计2025年消耗量可达1.6万吨，2020-2025年保持7%复合增速。此外，中国防晒产品市场渗透率仍较低，2020年渗透率仅为20%，仍处于成长期前期阶段。

图表 17: 2016-2021 年全球防晒剂市场规模 (单位: 公吨)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

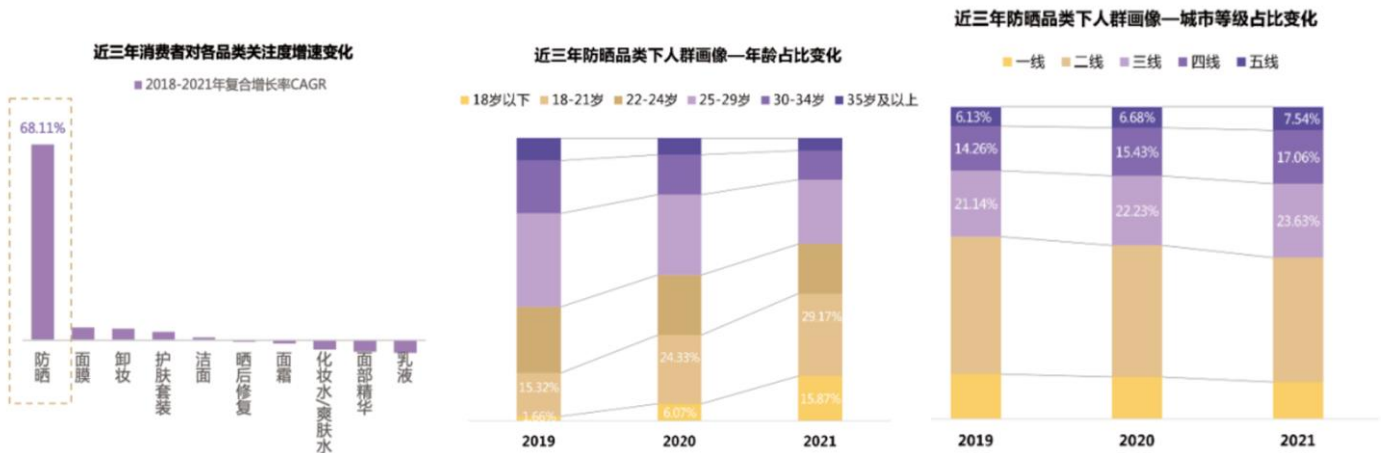
图表 18: 2020 年各国防晒产品渗透率



资料来源: 疯狂的 Marketing, 国盛证券研究所

消费者持续渗透驱动防晒产品终端市场稳健增长。国内防晒市场增长快，基数低，防晒的使用量和消费习惯的培养目前还在初期阶段。随着行业发展和市场教育，消费者对于防晒品类的关注度显著提升，且消费群体低龄化趋势明显，低线城市持续下沉渗透，奠定防晒市场中长期发展基础。此外，防晒产品可针对不同人群需求进一步细分，物理防晒剂和化学防晒剂互有优劣，物化结合可覆盖更长波段、达到更优的效果，在肤感、稳定性、防护范围、安全性等方面实现更好的协同，比如敏感肌或母婴群体可使用物理防晒剂或物化结合产品，对肤感要求高或户外场景则可选择化学防晒剂或物化结合产品。

图表 19: 消费者对防晒品类关注度显著提升，低龄化、城市下沉渗透趋势明显



资料来源: 美丽修行大数据, 国盛证券研究所

### 2.2.2 供给端：较高进入壁垒利于格局持续优化

防晒剂行业的竞争格局与化妆品活性成分整体类似，国外大型化工企业占据主导地位且集中度较高，在规模、技术、市场等方面均具有传统优势。主要厂商包括巴斯夫、德之馨、帝斯曼、科思股份和美丰化工等。其中巴斯夫是老牌德国化工企业，拥有多项防晒剂专利，是世界上工厂面积最大的化学产品基地，覆盖品类全面，与公司在香原料市场同样构成竞争。德之馨与公司存在竞争关系的同时也是公司香料业务的主要客户之一。美丰化工为国内公司，专业生产紫外线吸收剂系列产品及药物中间体，是国内较有竞争力的防晒剂生产商，但主要集中在传统防晒剂领域。科思股份的防晒剂产品在全球拥有超 20% 的市场份额，除了用量较大的传统化学防晒剂如 AVB、HMS、OS、OMC、OCT 等，公司凭借强大的研发实力还布局了 P-S、P-M、EHT 和 PA 等新型防晒剂。在物理防晒剂领域，则主要为帝国化工（Tayca）、默克（Merck）、禾大（Croda）等厂商。

图表 20：主要防晒剂厂商情况

主要防晒剂厂商概况			
厂商	国家	公司简介	主营防晒剂产品
巴斯夫	德国	成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一。巴斯夫业务覆盖 6 大板块，包括化学品、功能性产品、功能性原材料和方案、农业解决方案、石油和天然气与其他。巴斯夫在欧洲、亚洲、南北美洲的 41 个国家拥有超过 160 家全资子公司或者合资公司，是世界上工厂面积最大的化学产品基地。	对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克立林、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪等
德之馨	德国	德之馨集团于 2003 年由 Haarmann & Reimer 和 Dragoco 两家公司合并而来，历史最早可追溯至 1874 年。德之馨的业务主要分为 3 大板块，即香料香精、营养品、个人护理。2018 年营业收入 37.26 亿美元，收入规模位列全球香精香料企业第四。	原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等
帝斯曼	荷兰	荷兰皇家帝斯曼集团在全球范围内活跃于健康、营养和材料领域。拥有生命科学和材料科学领域的专长，主要包含动物健康营养、个人健康营养和个人护理三大板块。2019 年 5 月，福布斯全球企业 2000 强榜单中，帝斯曼排名第 731。	阿伏苯宗、奥立克林、水杨酸异辛酯、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸等
科思股份	中国	成立于 2000 年，主营化妆品活性成分及合成香料两大业务，已发展为全球最主要的化学防晒剂制造商之一，在全球拥有 20%-30% 防晒剂市场份额，目标成为“全球最好的日用化学品原料供应商”	阿伏苯宗、奥克立林、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、水杨酸异辛酯、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 等
美丰化工	中国	成立于 2003 年，是一家专业生产紫外线吸收剂系列产品及药物中间体的生产厂商。已发展成为集日化防晒剂类添加剂、塑料和涂料添加剂、医药中间体等领域的研究、开发、生产、销售、服务为一体的高科技创新实体。	二苯甲酮-3、奥克立林、阿伏苯宗等

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

严监管体系下防晒剂新品种进入壁垒较高，原料/配方创新为增强竞争力的重要方式。由于防晒剂可能直接对人的皮肤健康造成影响，各国监管较严格，上市前需通过严苛的功效及安全性测试评估，美国 FDA 批准使用的防晒剂仅 16 种，欧盟/澳大利亚共 29/33 种，国内共 27 种（25 种化学防晒剂+二氧化钛、氧化锌两种物理防晒剂），最大浓度限值多数在 2%-10%。新品种列入准入清单需长时间严格认证，经市场检验认可的存量品种未来一段时间仍将占据主导地位，如科思股份向帝斯曼供应的老牌产品 AVB 凭高效安全性成为较广泛应用的防晒剂。此外，存量品种的创新为企业提升竞争力的重要方式，国内 27 种原料中能实现 UVA 防护的仅 6 种，可选择性较低，且 AVB 等部分原料存在光稳定性不足的缺点，因此通过原料创新提升 UVA 防护技术是重要发展方向，且更丰富的消费人群与场景催生了更综合的防晒功能需求，更为考验生产商的配方创新能力。

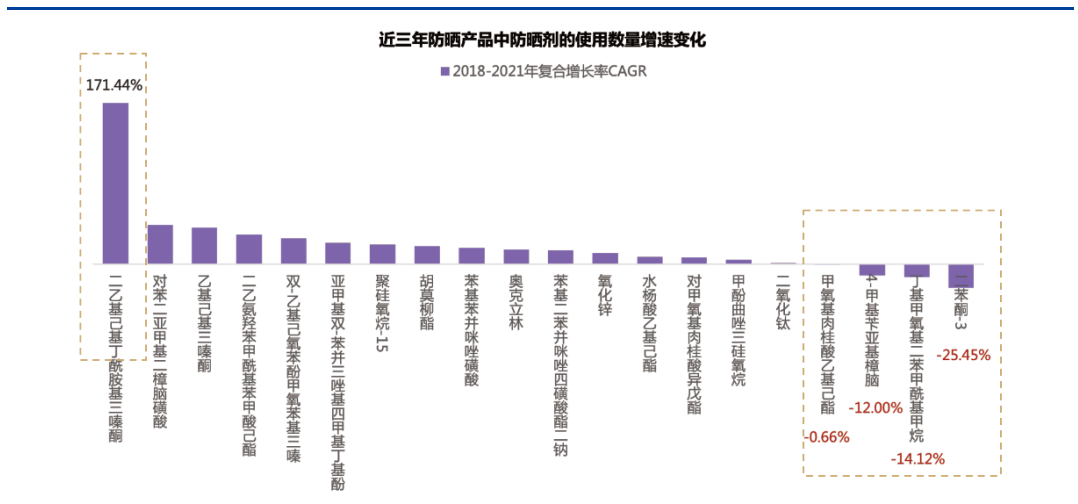
图表 21: 主要国家对于防晒剂的监管情况

国家	防晒剂归属品类	监管机构	相关法规	批准防晒剂种数
美国	非处方药物 (OTC)	美国食品药品监督管理局 (FDA)	Final Monograph(1999)	16
欧盟	化妆品	欧盟委员会 (EC)	2009/1223/EC	29
中国	特殊用途化妆品	国家食品药品监督管理总局 (NMPA)	《化妆品监督管理条例》	27

资料来源: 中国日用化学工业信息中心, 国盛证券研究所

不同防晒产品根据防护波段、使用量、专利保护等不同, 竞争格局也有所差别。对于防护单一波段, 技术壁垒较低, 年使用量较大的传统防晒剂产品, 如 HMS、OS、OMC 等, 市场竞争激烈且增速缓慢, 安全风险较高的防晒剂成分则逐渐被淘汰。而对于具有良好功能特性、尚在专利保护期或刚过保护期的新型防晒剂产品, 利润空间较大, 但仅在部分高端防晒品牌使用, 市场需求及规模弱于传统防晒剂, 但竞争格局较好。

图表 22: 2018-2021 年防晒剂使用数量增速变化



资料来源: 美丽修行大数据, 国盛证券研究所

综合而言, 防晒剂市场属于较为典型的利基市场, 由于监管较严格, 从获批认证到拿到订单整个链条的进入壁垒较高, 且单品类市场容量有限, 不同种类覆盖不同辐射波段, 单价差别较大且一般需要混合使用, 如根据 CBNDATA 统计, 终端防晒产品中同时具有防御 UVA 与 UVB 功能的广谱防晒产品更受青睐, 2020 年消费规模占比超 6 成。此外, 下游化妆品企业客户自身毛利率较高, 原料在成本中的占比较小, 因此相较于价格更为看重供应商的安全稳定性, 倾向于长期合作, 粘性较强。

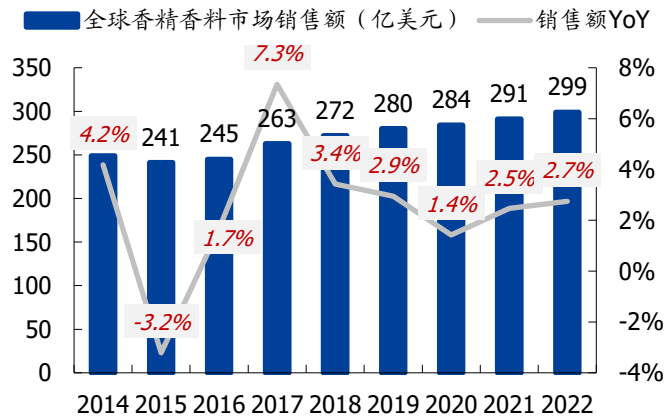


### 2.3 香精香料行业：全球市场相对稳定，中国市场仍较分散

香料是为加香产品配套的重要原材料，可分为天然香料（又可分为动物性、植物性）和人造香料（又可分为单离和合成）。不同香料经及助剂、辅料等按照配方和工艺调配制得具有一定香型的复杂混合物，主要用于食品饮料、日用化学品、烟草等加香产品中。香料香精产业不断向发展中国家转移，当前西欧、美国、日本等发达国家的香料香精市场趋近饱和，本土销售额仅占 30%-50%，而亚洲市场的需求量提升潜力高，香料香精产业销售重心逐步向发展中国家转移。

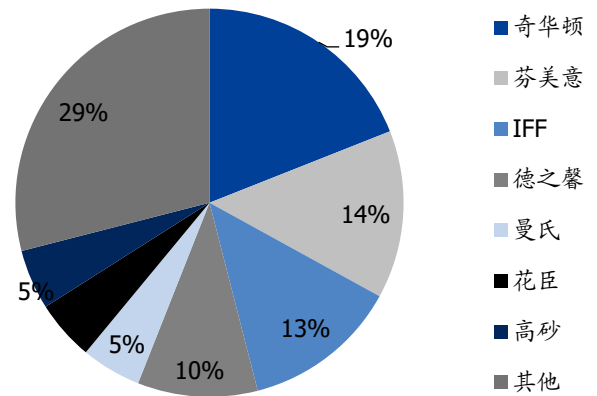
全球香料香精行业市场规模约 2000 亿元，CR7 超 70%。根据智研咨询数据，全球香料香精市场自 2015 年以来保持小幅增长，2017-2022 年 CAGR 为 2.6%，2022 年全球市场销售额约 299 亿美元（折合人民币约 2068 亿元）。香精香料行业头部公司主要集中在欧洲、美国及日本，垄断高端市场。行业整体壁垒较高，格局较为稳定。根据思瀚产业研究院统计，2020 年国际前七大香精香料公司（奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏、花臣、高砂等）在全球香精香料行业市场份额占比超 70%，行业高度集中。

图表 23: 全球香精香料市场规模 (单位: 亿美元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

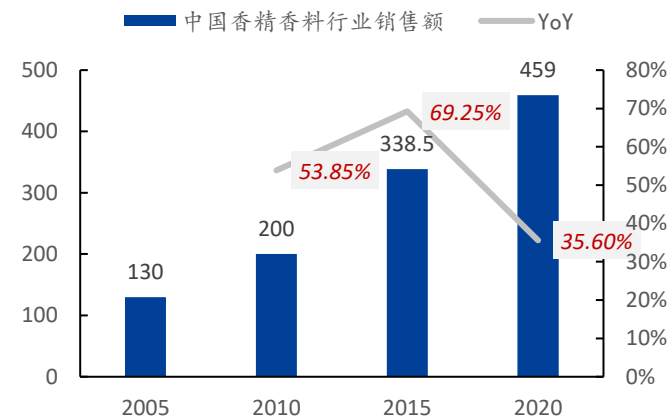
图表 24: 2020 年香料香精行业头部企业市占率情况



资料来源: 思瀚产业研究院, 国盛证券研究所

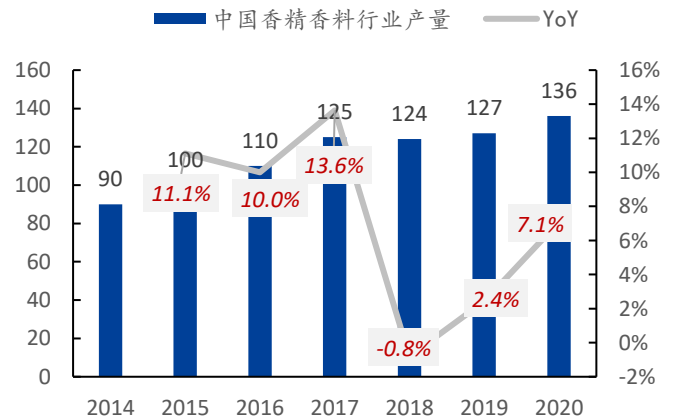
中国香精香料行业规模约 459 亿元，集中度相对较低。根据智研咨询数据，我国香精香料行业规模由 2005 年的 130 亿元增至 2020 年的 459 亿元，CAGR 为 8.8%，行业增速迅猛，2014-2020 年 CAGR 为 7%。产量方面，我国香精香料市场 2014-2020 年复合增长率为 7.0%，2020 年整体行业产量达 136 万吨。我国香料香精行业产业链较短，市场企业数量增至 1000 余家，但年销售额亿元以上的香精香料企业占比较低。随着行业集中度进一步提升，产品有望由初级、低端产品向中高端、复合型产品发展。

图表 25: 近 15 年来我国香精香料行业增长迅速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 26: 2014-2020 年我国香精香料行业产量及增速 (单位: 万吨, %)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

在合成香料领域，科思股份为国内较早投入生产铃兰醛、对甲氧基苯甲醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业。公司在铃兰醛产品上进行了扩产与技术升级，是全球唯三家能够大规模生产铃兰醛的企业之一（其余两家为海外的巴斯夫与克拉玛）。公司在合成香料领域的主要竞争对手包括巴斯夫、克拉玛、森馨科技、万香国际等。

图表 27: 主要香精香料企业概况

主要香精香料领域企业概况		
公司名称	公司简介	主要产品
巴斯夫	成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一。巴斯夫业务覆盖 6 大板块，包括化学品、功能性产品、功能性原材料和方案、农业解决方案、石油和天然气与其他。巴斯夫在欧洲、亚洲、南北美洲的 41 个国家拥有超过 160 家全资子公司或者合资公司，是世界上工厂面积最大的化学产品基地。	铃兰醛等
克拉玛	是美国一家全球性的化工企业，2015 年收购 Innospec（英诺斯派）芳香化学品相关资产，克拉玛主要产品包括防腐剂、抗菌剂、香精和香料中间体、增塑剂、改性剂、成膜助剂和合成中间体。	铃兰醛等
森馨科技	成立于 1882 年，在全球 30 多个国家分别建立了分公司、工厂和办事处，其股票在纽约证券交易所（股票代码 SXT）上市。主要生产新型、高科技色素和香精香料产品，年销售额超过十亿美元。森馨科技集团客户群体主要涉及饮料、乳品、糖果、日化、化妆品、医药等行业。	茴脑等
科思股份	成立于 2000 年，主营化妆品活性成分及合成香料两大业务，已发展为全球最主要的化学防晒剂制造商之一，在全球拥有 20%-30% 防晒剂市场份额，目标成为“全球最好的日用化学品原料供应商”	铃兰醛、合成茴脑等
万香国际	万香国际主要从事天然香料、合成香料、香精的研发、生产与销售。总部位于上海，在上海浦东和江苏淮安拥有生产和研发基地，拥有独立的研发中心和中试车间及全球性的营销网络。万香国际已成为奇华顿、芬美意、高砂、宝洁、联合利华、高露洁等著名香精香料公司和日用品公司的供应商。	茴脑等

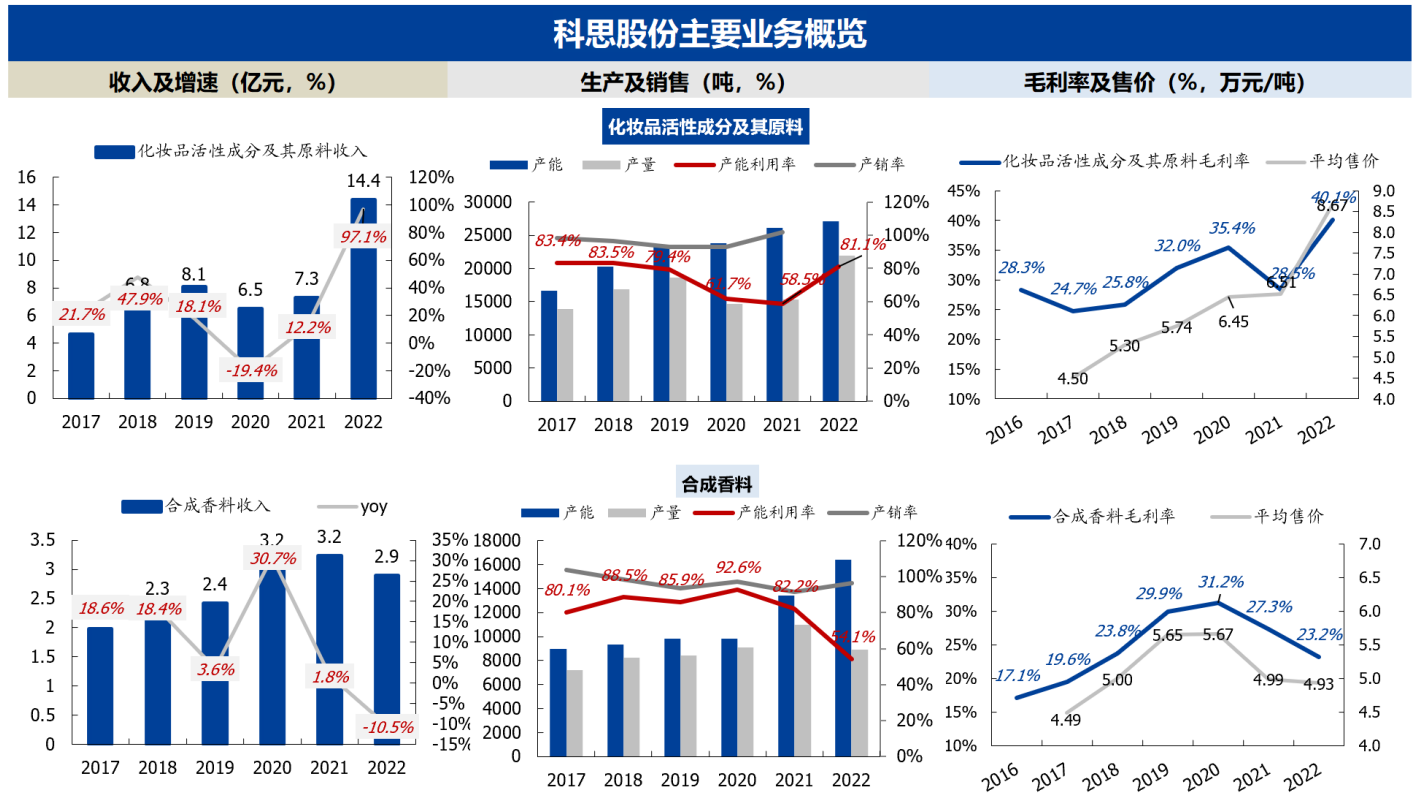
资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

### 3.竞争优势：研产沉淀深厚，客户壁垒高筑

#### 3.1 产品线完备，议价能力强

分业务表现来看：1) 化妆品活性成分及其原料业务：2017-2022 年间产能 CAGR 为 10.2%，在 2020-2021 年间需求减弱期间仍逆势扩产，2022 年产能 2.7 万吨，相较于 2019 年同增 15.4%，产品平均售价稳步从 2017 年的 4.5 万元/吨增至 2022 年的 8.7 万元/吨；2) 合成香料业务：2017-2022 年间产能 CAGR 为 12.9%，2022 年产能 1.64 万吨，相较于 2019 年同比增长 67.3%，平均售价有所波动，基本位于 4-6 万元/吨区间。

图表 28: 科思股份主要业务概览



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

从公司具体细分产品来看：1) 防晒剂产品：主要为 AVB、P-S、OMC、OCT、HMS，2022 年第三季度在总营收占比分别为 14.0%/9.5%/11.9%/18.3%/11.2%，合计约 65%。大多产品售价在 4-8 万元/吨，偏高端的新型防晒剂 P-S 产品售价超 30 万元/吨；2) 合成香料产品：主要为 LLY、AT，2022 年第三季度在总营收占比分别为 4.1%/3.9%，大多产品售价在 4-7 万元/吨。

图表 29: 科思股份主要细分产品概览

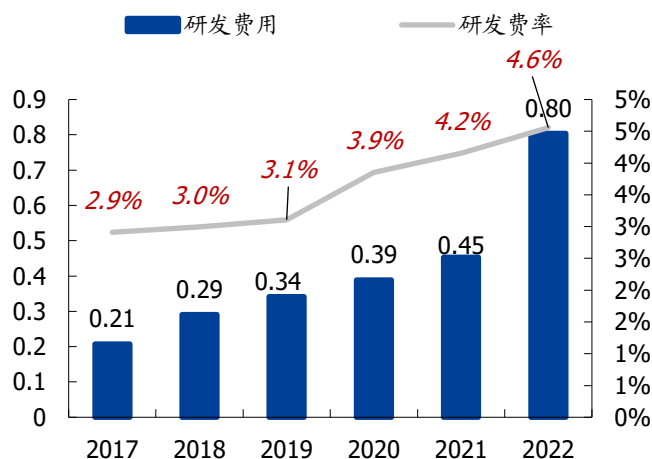
科思股份主要细分产品概览														
细分产品——收入及占比			销售金额 (亿元)					占总营收比						
中文名称	英文名称		2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
阿伏苯宗	AVB		1.51	1.58	1.88	1.77	1.52	1.75	21.3%	16.2%	17.1%	17.5%	13.9%	14.0%
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	P-S		0.26	1.04	0.89	1.28	1.68	1.18	3.6%	10.7%	8.1%	12.7%	15.4%	9.5%
对甲氨基肉桂酸异辛酯	OMC		0.86	1.29	1.51	0.97	1.06	1.48	12.1%	13.3%	13.7%	9.6%	9.7%	11.9%
奥克利林	OCT		0.69	0.93	1.06	0.68	1.12	2.28	9.8%	9.6%	9.6%	6.7%	10.3%	18.3%
原膜散酯	HMS		0.64	0.95	1.41	0.91	0.93	1.40	9.0%	9.8%	12.9%	9.0%	8.5%	11.2%
铃兰醛	LLY		0.78	0.88	0.98	1.17	1.13	0.51	11.0%	9.0%	8.9%	11.6%	10.3%	4.1%
合成茴脑	AT		0.34	0.59	0.69	1.08	1.11	0.49	4.8%	6.1%	6.3%	10.7%	10.2%	3.9%
细分产品——售价及毛利率			销售单价 (万元/吨)					毛利率						
中文名称	英文名称		2017	2018	2019				2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
阿伏苯宗	AVB		6.8	6.8	7.4				31.6%	30.6%	36.6%	39.2%	29.3%	31.0%
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	P-S		37.0	39.5	34.9				-9.3%	35.2%	29.7%	36.8%	40.7%	43.6%
对甲氨基肉桂酸异辛酯	OMC		5.1	5.4	6.3				18.3%	14.7%	26.6%	25.2%	15.1%	20.0%
奥克利林	OCT		4.6	4.7	5.0				23.5%	14.7%	25.4%	35.4%	19.6%	39.2%
原膜散酯	HMS		2.9	3.1	3.9				33.2%	30.3%	35.7%	32.5%	26.4%	36.5%
铃兰醛	LLY		3.8	4.1	4.9				26.1%	29.3%	40.9%	42.0%	39.3%	28.0%
合成茴脑	AT		5.2	5.9	6.8				-0.8%	8.4%	16.8%	23.8%	22.6%	20.7%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 研发积累深厚, 奠定核心竞争优势

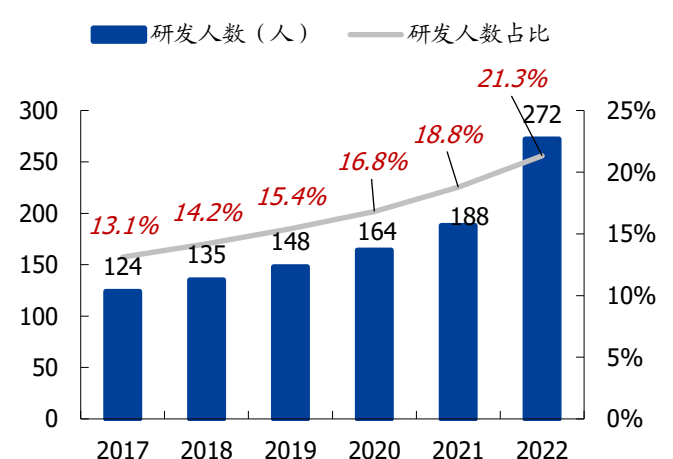
持续提升研发投入, 内生外延沉淀技术壁垒。公司研发费用及研发费率稳步增加, 2022年研发费用为0.8亿元, 研发费率提升至4.6%。公司主要有两个研发基地, 即宿迁科思香料研发基地和安徽圣诺贝马鞍山防晒剂研发中心。研发模式主要分为两种, 一是自主从事前瞻性研究; 二是与科研机构或国际主流专用化学品公司合作开发。与国内知名高校签订产学研合作协议, 同时, 与国际知名公司如帝斯曼签订协议合作开发, 如纳米研磨技术、格式反应技术分别针对P-S产品和P-M产品。

图表 30: 公司研发费用及研发费率情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 公司研发人数及占比情况 (人, %)



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

拥有多项专利, 具备多种核心中间体自制能力。精细化学品的合成过程需了解并探索产品反应步骤中的每个环节, 形成从研发到生产直至销售的完整产业链。才能有效促进降低产品单耗、提高产品品质。公司积极向产业链上游延伸, 加大投入自产中间体并研发相关生产工艺, 并制定全面的质量管理系统。截至2022年第三季度, 公司拥有162项授权专利(其中包括35项发明专利), 多个产品被认定为高新技术产品。能够自行生产的中间体包括阿伏苯宗的原料对叔丁基苯甲酸甲酯和对甲氧基苯乙酮、奥克利林的原料依托立林、原膜散酯的原料异佛尔醇、铃兰醛的原料对叔丁基苯甲醛等。产品具有较强的市场竞争力、且相较于发达国家厂商具有更优的成本优势。



图表 32: 公司主要产品生产技术概况

序号	核心技术名称	技术来源	主要应用产品	技术所处阶段
1	高选择性加氢技术	自主研发	铃兰醛、异佛尔醇（中间品）、辛基三嗪酮	大批量生产
2	绿色氧化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛	大批量生产
3	Friedel-Crafts 烷基化反应技术	自主研发	对叔丁基甲苯（中间品）	大批量生产
4	Friedel-Crafts 酰基化反应技术	自主研发	2-萘乙酮、对甲氧基苯乙酮、合成茴脑、对甲基苯乙酮、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、二乙氨基羧苯甲酰基苯甲酸己酯	大批量生产
5	亚甲基缩合反应技术	自主研发	阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲基苯甲烯基樟脑、依托立林（中间品）	大批量生产
6	醚化反应技术	自主研发	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛	大批量生产
7	酯化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲酸甲酯、二乙氨基羧苯甲酰基苯甲酸己酯、水杨酸甲酯	大批量生产
8	酯交换反应技术	自主研发	奥克立林、原膜散酯、水杨酸异辛酯、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸戊酯	大批量生产
9	MPV 化学还原技术	自主研发	合成茴脑	大批量生产
10	纳米研磨技术	合作研发	亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚	批量生产
11	纳米包覆技术	自主研发	物理防晒剂	部分型号开发完成
12	自由基聚合技术	自主研发	卡波姆	部分型号开发完成

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 标红为专利技术

### 3.3 客户结构稳定且优质，积极开拓国内市场

深耕帝斯曼核心客户，进入国际主流市场体系。公司自 2015 年凭借优质的生产和质量管理体系切入帝斯曼供应链，签订关于 OCT、HMS、AVB、OMC 和 OS 等防晒剂产品的采购协议，达成长期合作关系标志着公司产品进入国际主流市场体系。2016 年与帝斯曼合作研发出 P-S 和 P-M、完成生产线建设，2017 年开始向帝斯曼供货，公司给予更优惠的价格但约定最低采购量，2017-2019 年帝斯曼至少采购 P-S630 吨，2020-2023 年亦约定最低采购量及独家采购供应自动延续条款，2024 年 1 月至 2027 年 2 月转为非独家供应。2019-2022Q3 年帝斯曼销售收入占总营收分别为 40.52%/43.26%/38.55%/34.55%。2020 年由于亚什兰逐渐缩减其防晒相关产品业务，导致亚什兰销售收入有所减少，但公司客户结构基本保持稳定，2022 年前五大客户销售额合计 10.92 亿元，占比为 61.88%。

图表 33: 公司前五大客户销售占比情况

科思股份前五大客户情况									
2019年					2020年				
序号	客户名称	销售金额(亿)	收入占比	主要产品	序号	客户名称	销售金额(亿)	收入占比	主要产品
1	帝斯曼	4.46	40.52%	OMC、AVB	1	帝斯曼	4.36	43.26%	P-S、AVB
2	亚什兰	1.06	9.67%	HMS、OCT	2	奇华顿	0.66	6.51%	LLY、AT
3	德之馨	0.69	6.23%	OMC、MBC	3	德之馨	0.47	4.64%	LLY、OMC
4	奇华顿	0.62	5.62%	LLY、AT	4	拜尔斯道夫	0.46	4.58%	AVB、HMS
5	上海禾稼	0.39	3.55%	LLY、AT	5	上海禾稼	0.37	3.65%	LLY、AT
合计		7.22	65.59%	-	合计		6.32	62.64%	-
2021年					2022年Q3				
序号	客户名称	销售金额(亿)	收入占比	主要产品	序号	客户名称	销售金额(亿)	收入占比	主要产品
1	帝斯曼	4.20	38.55%	P-S、AVB	1	帝斯曼	4.32	34.55%	P-S、OMC
2	奇华顿	0.60	5.51%	LLY、AT	2	Formulated Solutions, LLC	1.03	8.21%	OCT、HMS
3	德之馨	0.51	4.71%	LLY、OMC	3	Playtex Manufacturing Inc.	0.87	6.99%	OCT、HMS
4	拜尔斯道夫	0.49	4.46%	AVB、HMS	4	拜尔斯道夫	0.74	5.94%	AVB、EHT
5	上海禾稼	0.43	3.93%	LLY、AT	5	欧莱雅	0.68	5.46%	AVB、EHT
合计		6.23	57.15%	-	合计		7.64	61.15%	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

取得多个主要出口国相关认证, 优质客户群奠定长期发展基础。公司已建立符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系, 并通过了美国 FDA 的现场审核, 获得了质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系、社会责任体系 (SA8000:2014) 及欧盟化妆品原料规范 (EFFCI) 的认证。公司加深原有客户合作的同时不断开拓新的优质客户, 目前下游基本涵盖全球知名品牌化妆品生产企业和香精香料公司。除帝斯曼外, 在化学防晒剂领域还积累了拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克等客户, 合成香料领域积累了奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等客户。除帝斯曼外其他客户营收 2018/2019 年同比增长 8.31%/18.32%, 2020 年因外部环境影响同降 12.58%。

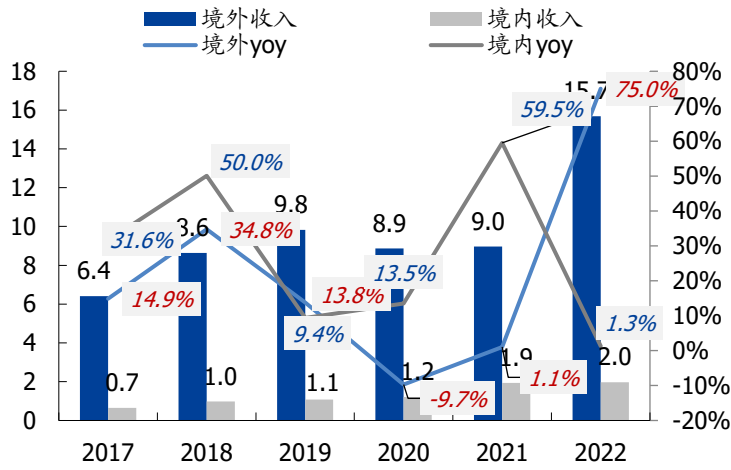
图表 34: 公司主要产品对应客户情况

类别	产品名称	主要客户
化妆品活性成分及其原料	阿伏茶宗	帝斯曼、拜尔斯道夫、欧莱雅、强生
	对氨基肉桂酸异辛酯	帝斯曼、德之馨
	原膜散酯	帝斯曼、拜尔斯道夫、强生
	奥克利林	帝斯曼、Sun Cel Inc
	水杨酸异辛酯	帝斯曼、拜尔斯道夫
	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 P-S	帝斯曼
合成香料	铃兰醛	德之馨、高砂、SERTRADING (BR)LTDA
	合成茴脑	SERTRADING (BR)LTDA、高露洁、奇华顿
	对氨基苯甲醛	芬美意

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所 注: 以上为各产品 2019 年末主要客户情况

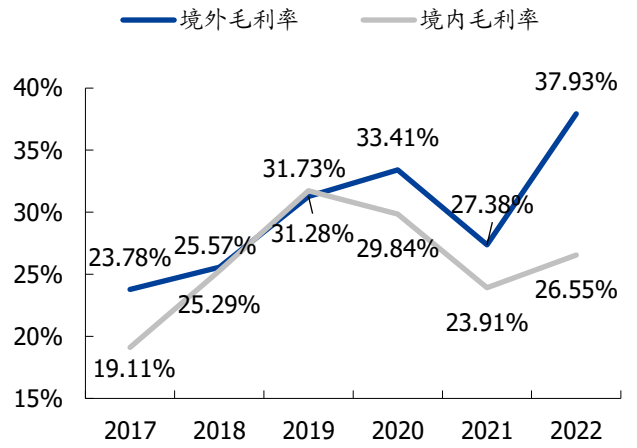
国内业务占比约 11.2%, 未来发展前景广阔。上市后公司积极拓展国内客户, 提供配方解决方案等特色化支持性服务, 境内业务营收从 2017 年 0.7 亿提升至 2022 年的 2.0 亿元, CAGR 达 24.7%, 占比约 11.2%。随着中国化妆品原料新规的实施, 原料方与品牌方关系进一步绑定, 公司未来有望在大客户背书的基础上, 实现国内业务的加速拓展。毛利率方面, 境外整体高于境内, 主要因境内主要销售的合成茴脑、OMC、PMOB 等产品毛利率较低。2022 年公司境外/境内业务毛利率分别为 37.93%/26.55%, 同比 +10.55pcts/+2.63pcts。

图表 35: 公司境内外收入及增速情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 36: 公司境内外毛利率情况 (单位: %)



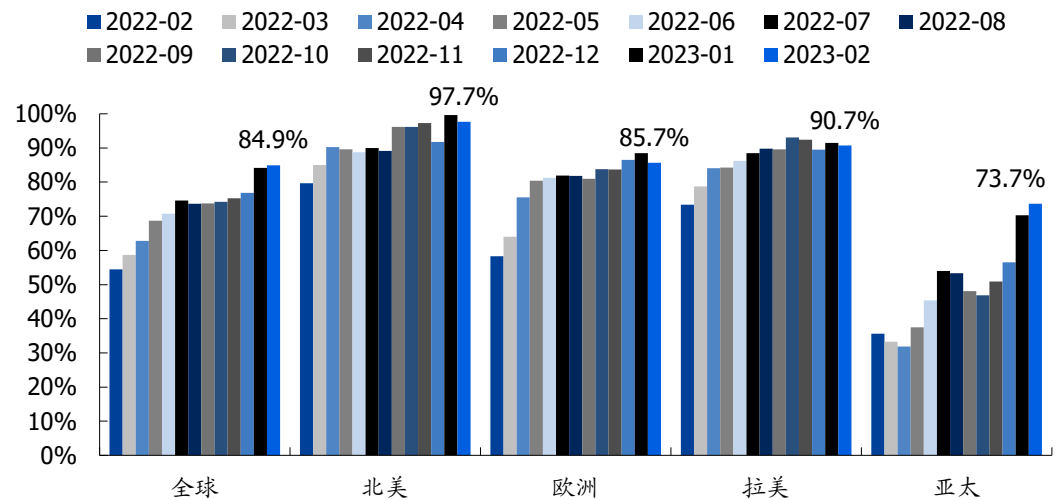
资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

## 4. 发展逻辑：短中长期三维梳理，成长路径清晰

### 4.1 短期：出行复苏驱动订单回升，产品提价效果渐显

出行逐步复苏，驱动下游防晒产品市场稳健增长。根据 IATA 全球航空运输报告，受国际客运量复苏推动，截至 2023 年 2 月，全球/北美/欧洲/拉美/亚太 RPK（收费客公里）分别恢复至 2019 年同期水平的 84.9%/97.7%/85.7%/90.7%/73.7%，此外，酒店市场也逐步复苏回暖，根据主要上市公司酒店财报，2022 年万豪/希尔顿/凯悦/洲际酒店营收同比分别增长 50%/52%/95%/34%，较 2019 年同期恢复率分别为 99%/93%/117%/84%。

图表 37：海外主要地区航线 RPK 相较于 2019 年恢复程度



资料来源：IATA，国盛证券研究所

产品提价措施逐步落地，逐季毛利率有所改善。公司主要原材料为对甲氧基苯甲醛、甲苯、苯甲醚等，受国际原油价格波动影响较大。公司产品价格主要以市场化招投标或按产品市场价格随行就市等方式确定。产品定价周期根据客户采购策略和双方协商，主要分为季度、半年度和年度定价。大客户定价周期较长，中小客户相对灵活。但针对原材料和海运费价格上涨超出市场预期等情况，公司也会及时与客户沟通调整原有报价。根据 2019 年经验，从产品调价到体现在报表端约滞后 1-2 个季度。

图表 38：公司主要原材料采购及成本情况

公司主要原材料采购及成本情况											
名称	2017			2018				2019			
	单价 (万元/吨)	采购数量 (吨)	采购金额 (万元)	单价 (万元/吨)	单价增幅	采购数量 (吨)	采购金额 (万元)	单价 (万元/吨)	单价增幅	采购数量 (吨)	采购金额 (万元)
对甲氧基苯甲醛	4.46	1,677	7,482	5.37	20.37%	2,124	11,411	5.52	2.69%	2,411	13,295
甲苯	0.48	4,458	2,152	0.55	14.45%	4,715	2,605	0.50	-8.72%	4,284	2,160
苯甲醚	1.10	1,895	2,079	1.32	20.77%	2,616	3,466	1.27	-4.27%	2,400	3,044
异丁烯	0.73	2,456	1,797	0.82	11.86%	2,484	2,033	0.81	-0.93%	2,314	1,876
异辛醇	0.70	2,364	1,654	0.79	13.27%	3,303	2,618	0.70	-11.55%	3,792	2,659
异佛尔酮	1.23	1,279	1,571	1.33	8.16%	1,780	2,365	1.25	-5.99%	2,214	2,766
二苯甲酮	1.70	805	1,371	2.13	25.09%	1,338	2,850	1.92	-9.84%	1,290	2,478
三氯化铝	0.39	3,182	1,239	0.52	33.91%	3,739	1,950	0.53	2.10%	3,656	1,947
水杨酸甲酯	1.26	395	496	1.71	36.28%	2,184	3,740	2.13	24.28%	4,488	9,550
苯酚	0.67	1,929	1,297	0.87	29.59%	713	621	--	--	--	--

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

随着产品提价措施逐步落地，逐季毛利率有所改善。公司自 2021 年四季度以来基于原材料和海运费价格上涨采取的价格上调措施逐步落地，带动化妆品活性成分业务的毛利率有所恢复，2021Q1~2022Q4 逐季毛利率分别为 33.3%（同比+2.2pcts）、31.9%（同



比-7.5pcts)、23.8%(同比-12.2pcts)、20.2%(同比-5.9pcts)、26.3%(同比-7.0pcts)、34.0%(同比+2.1pcts)、39.2%(同比+15.4pcts)、45.0%(同比+24.7pcts)。

图表 39: 公司逐季毛利率变动情况 (单位: %)

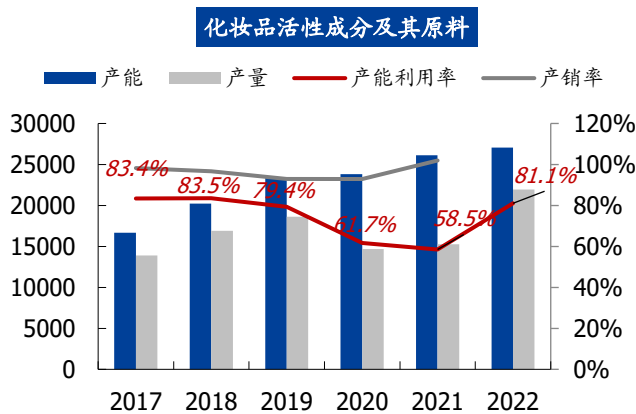
	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4
逐季毛利率	33.3%	31.9%	23.8%	20.2%	26.3%	34.0%	39.2%	45.0%
同比变动	2.2%	-7.5%	-12.2%	-5.9%	-7.0%	2.1%	15.4%	24.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.2 中期: 募投项目扩张落地, 产能逐步释放

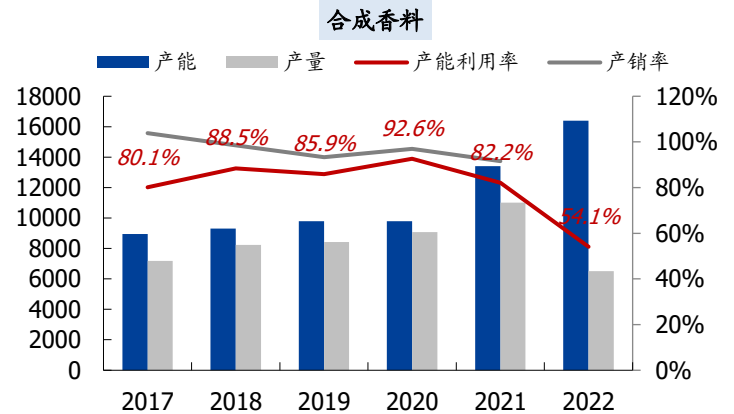
2020年之前公司产能已达饱和, 主要竞争对手巴斯夫在欧洲能源危机下开工率不足, 供给下降, 公司把握时机逆势扩张, 积极抢占市场份额。化妆品活性成分及其原料产能由2017年的1.67万吨上升至2022年2.71万吨。除2020-2021年受外部环境影响业务下滑外, 2017-2019年产能利用率约80%, 产销率维持在较高水平超90%+。合成香料方面受外部环境影响相对较低, 公司合成香料产能由2017年的0.90万吨上升至2022年1.64万吨, 产能利用率由2017年的80.1%提升至2021年82.2%, 2022年有所降低, 调整为54.1%, 产销率也维持在较高水平超90%+。

图表 40: 化妆品活性成分及其原料业务产销情况 (单位: 吨; %)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 合成香料业务产销情况 (单位: 吨; %)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

**产线科学布局, 保障稳定供应能力。**公司生产基地主要位于宿迁和马鞍山, 拥有完整的防晒产品线和稳定的供应能力, 有助于打造高客户黏性。且自设立以来就十分注重环境保护, 依据清洁生产的理念设计, 建设了工厂的生产装置和污水、废气处理装置等, 确保污水、废气的排放符合国家标准, 支撑中长期稳定发展。子公司宿迁科思还建设了5000吨/年的危险废物焚烧炉, 用于可焚烧危险废物的处置, 减轻了公司危险废物的处置压力, 同时节约危险废物委外处置费用。

图表 42: 公司主要产线布局情况

	产品名称	生产线位置	生产线数量 (条)	产品名称	生产线位置	生产线数量 (条)
2020年 主要生产线	何伏苯宗 (AVB)	安徽圣诺贝-五车间	1	原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)	安徽圣诺贝-四车间西、一车间东南	2
	对甲基苯甲萘基樟脑 (MBC)	宿迁科思-五车间西	1	奥克利林 (OCT)	安徽圣诺贝-四车间东	1
	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	安徽圣诺贝-一车间	1	对氨基肉桂酸异辛酯 (OMC)	安徽圣诺贝-六车间	1
	对叔丁基苯甲酸 (BBA)	宿迁科思-202车间东、204车间	2	铃兰醛 (LLY)	宿迁科思-202车间西	1
	2-萘乙酮 ( $\beta$ -U80)	宿迁科思-三车间南 (反应)、五车间西 (后处理)	1	合成茴脑 (AT)	宿迁科思-六车间 (反应)、二车间 (后处理)	1
2021年 新增生产线	马鞍山科思辛基三嗪酮 (EHT)	水杨酸苄酯 (BS)	水杨酸正己酯 (NHS)	水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯 (AS)	水杨酸甲酯 (MS)	二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

**募投项目逐步落地, 产能逐步释放。**公司于2020年公开发行A股2822万股, 实际募集资金净额为7.85亿元, 截至2022年11月已累计使用7.27亿元, 主要包括马鞍山科思的25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目、14200t/a 防晒用系列产品项目、年产2500吨日用化学品原料项目以及安徽圣诺贝的年产500吨防晒系列产品扩建项目和安庆科思的个人护理品研发项目。2021年马鞍山科思辛基三嗪酮(EHT)、水杨酸苄酯(BS)、水杨酸正己酯(NHS)等生产线陆续投料试运行, 2022年实现了马鞍山科思PA生产线和安徽圣诺贝P-S扩产项目的顺利投产, 马鞍山科思防晒用二氧化钛项目也于2022年末建成并进入试生产阶段。

图表 43: 公司前次募投资募投项目投产情况 (单位: 万元, 吨)

序号	实际投资项目	主要产品及产能	达到预定可使用状态日期	实际投资金额	累计产能利用率	累计实现效益
1	马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目(一期工程)	AVB2000 吨; BS1500 吨; NHS1500 吨; 水杨酸甲酯 8000 吨	2022.1.31	27200	44.7%	6052
2	马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目(二期工程)	水杨酸异戊酯 1500 吨; 水杨酸正戊酯 1500 吨	2021.8.31	1107		
3	马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项目	EHT1000 吨	2021.5.31	1540		
4	马鞍山科思化学有限公司 年产 2500 吨日用化学品原料项目	P-A500 吨	2021.9.30	2517		
5	安徽圣诺贝化学科技有限公司 年产 500 吨防晒系列产品扩建项目	P-S500 吨	2022.9.30	2223	58.1%	633
6	安庆科思化学有限公司科思个人护理品研发项目		2023.12.31	565	-	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 时间截至 2022 年 11 月

### 4.3 长期：品类持续延伸，跨赛道打开成长空间

签订江宁、安庆两大政府合作项目协议，打造长期发展天花板。公司2021年9月与安庆高新技术产业开发区管理委员会签署《安庆高新技术产业开发区项目投资合作协议》，计划投资建设高端个护及合成香料项目，预计年产95,000吨，达产后年产值约43亿元。同年11月与南京江宁经济技术开发区管理委员会签署《投资建设协议》，计划建设高端个护产业基地，基地包含生产、研发等多个职能规划，预计将进一步提升核心竞争力。两个项目建成后，公司产能将大幅跨越，产业生态将更加完备，具有重要战略意义。

图表 44：安庆、江宁项目投资情况

项目名称	项目地	签订时间	总投资金额	项目内容
高端个人护理品及合成香料项目	安徽安庆高新技术产业开发区	2021.9.29	约 30 亿元	化妆品活性成分原料及合成香料生产项目分为两期，计划2024年下半年为项目的第一期，2026年为项目的第二期。项目中化妆品原料部分的价值量占比50-60%，香料部分的价值量占比50%，产品的品类还包括美白、保湿与增稠类产品。
高端个人护理品产业基地	南京江宁经济技术开发区	2021.11.10	不低于 5 亿元	工业用地，主要进行项目研发和下游产品生产。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

依托高效研发及产业化能力，持续丰富业务结构。随不同功效化妆品需求增长，有效活性成分市场扩大。精细化工制造工艺技术相通，公司研发部门在相关产品和原料研发中积累的经验及设备为新项目的开发奠定了坚实的基础。此外，新开发的安庆科思个人护理品研发项目，代表着公司将进军高端个护竞争市场。公司将围绕合成香料、新型防晒剂、高性能美白剂及其他化妆品活性成分展开工艺开发。由于目前国内企业尚无优秀的、经过市场检验的物理防晒产品，公司将重点布局物理防晒方向，预计五年左右上市产品。在维生素方面，主攻维A、维B1和B6三种维生素。

图表 45：公司未来研发产品及技术布局

类别	产品开发	技术目标
合成香料	吐纳麝香、覆盆子酮、新铃兰醇、牛奶内酯、白花醇、香芹酮等	安全性、低三废、低成本和高品质
化妆品活性成分	新型防晒剂、高性能美白剂等，包括依坎舒、 $\alpha$ -熊果苷、覆盆子酮葡糖苷、苯乙基间苯二酚、维生素C乙基醚、辛酰水杨酸、神经酰胺和异抗坏血酸钠等	提高反应选择性，降低反应温度，节省能耗、降低三废

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

后续推出新品类针对的客户与公司现有客户的重叠度较高。相比防晒业务，洗护类产品的国内市场规模更大、占比更高，通过过去国内销售渠道的搭建，公司与主要的品牌商建立了联系，并且在原料和配方应用方面进行沟通，在化妆品原料诸多品类中，防晒剂规模相对较大、功效明确而且品质要求严格，基于公司在防晒剂市场的地位和生产经验，拓展其他原料品类有一定的基础和优势。

新发行可转债募资 7.25 亿元，主要投向氨基酸表活/高分子增稠剂卡波姆及 P-S 和中间体 RET。2023 年 2 月公司发行可转债申请获得深交所审核通过，本次拟募资 7.25 亿元，主要投向：

- 1) 安庆科思高端个人护理品及合成香料项目(一期): 拟投资总额 6.45 亿元, 其中使用募集资金 5.26 亿元, 项目建设期为 2.5 年。包括新增卡波姆产能 2000 吨/年, 占全球 2020 年卡波姆产量 67455 吨的比例约 3%, 投产后将增加全球卡波姆市场的供应量; 新增氨基酸表面活性剂产能 12800 吨/年。
- 2) 安庆科思年产 2600 吨高端个人护理品项目: 拟投资总额 2.57 亿元, 其中使用募集资金 1.99 亿元, 项目建设期为 2 年, 达产后可年产 1000 吨 P-S 和 1600 吨 P-S 中间体 RET。截至 2022 年 9 月公司 P-S 产能为 500 吨/年。本次募投项目实施后, 公司 P-S 防晒剂产能将增加至 2000 吨/年, 占 2021 年全球防晒剂总消耗量 54000 吨的比例约 3.7%。

图表 46: 公司新发行可转债募资用途 (单位: 亿元, 吨)

项目	投资总额	拟投入募资金额	产品类型	产品名称	产能
安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目(一期) (建设期 2.5 年, 投资回收期 7.98 年)	6.45 亿元	5.26 亿元	氨基酸表面活性剂	椰油酰甘氨酸钠	5500
				椰油酰甘氨酸钾	3000
				甲基椰油酰基牛磺酸钠	4300
			高分子增稠剂	卡波姆	2000
安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端个人护理品项目 (建设期 2 年, 投资回收期 7.26 年)	2.57 亿元	1.99 亿元	P-S		1000
			P-S 中间体 RET		1600

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测:

公司分业务主要指标预测如下:

**化妆品活性成分及其原料业务:** 伴随产品提价落地和新项目投产,收入端有望较快增长。公司主要防晒剂产品生产及销售预测如下: 1) 主要传统产品: 预计奥克立林、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、原膜散酯无规模性新增产能, 随市场需求增加产能利用率将略有增加。由于原材料成本上升, 价格维持不变; 2) 阿伏苯宗 AVB: 预计产能利用率逐步提升, 该产品市场需求量大, 预计产销率良好, 按 2023 年价格略增; 3) P-S: 为向帝斯曼独家供应的产品, 双方约定 2020-2023 年延续最低采购量及相应的独家条款, 公司产品将全部销售给帝斯曼, 目前产能仍处于爬坡期; 4) EHT: 规划产能 1000 吨, 预计产能利用率持续提升。作为目前市售最强的 UVB 防晒剂, 市场价格较高。

**合成香料业务:** 收入有望随售价提高稳步增长。主要合成香料产品生产及销售情况预测如下: 主要传统产品中, 铃兰醛、合成茴脑、对甲氧基苯甲醛这三种无规模性新增产能, 预计价格维持不变; 新产品水杨酸酯类预计产能利用率陆续提升。

**毛利率假设:** 1) 化妆品活性成分及其原料方面, 随着产品提价措施效果逐步显现, 且新型防晒剂 PS、EHT、PA 等陆续出货, 高价值新型防晒剂的毛利率偏高, 带来的产品结构变化有望促进整体防晒剂业务毛利率提高, 后续随着新项目产能释放增加, 产品单位成本降低, 预计 2023-2025 年毛利率为 40.1%; 2) 合成香料方面, 2023 年由于水杨酸酯类产能释放单位成本下降, 毛利率预计略有提高, 预计 2023-2025 年毛利率为 23.7%/24.2%/24.7%。综上, 预计公司整体 2023-2025 年毛利率为 37.5%/37.7%/37.9%。

**费用率假设:** 综合考虑到公司与主要客户合作稳定, 2022 年受制于外部环境费用投放增长受限, 而收入端快速增长规模效应凸显, 我们预计 2023-2025 年销售费用率分别 1.4%/1.6%/1.6%, 管理费用率分别为 6.8%/7.3%/7.3%。为提升核心竞争力, 公司长期高度重视研发, 预计 2022-2025 年研发费用率分别为 4.9%/5.0%/5.0%。

图表 47: 公司盈利预测情况概览

		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总体	营业总收入 (百万)	1008	1090	1765	2342	3047	3917
	yoy	-8.4%	8.1%	61.8%	32.7%	30.1%	28.5%
	毛利率	33.0%	26.8%	37.1%	37.5%	37.7%	37.9%
化妆品活性成分及其原料	收入 (百万)	652	731	1441	1949	2550	3302
	yoy	-19.4%	12.2%	97.1%	35.2%	30.8%	29.5%
	毛利率	35.4%	28.5%	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%
	平均售价 (万元/吨)	6.4	6.5	8.7	10.5	10.9	12.0
	yoy	12.3%	0.9%	33.2%	21.0%	3.9%	9.7%
	产量 (吨)	14674	15274	21940	24211	25985	29044
	yoy	-21.2%	4.1%	43.6%	10.4%	7.3%	11.8%
	设计产能 (吨)	23800	26120	27070	29170	30570	31570
	产能利用率	61.7%	58.5%	81.1%	83.0%	85.0%	92.0%
	销量 (吨)	10106	11229	16615	18570	23386	27592
yoy	-28.2%	11.1%	48.0%	11.8%	25.9%	18.0%	
产销率	68.9%	73.5%	75.7%	76.7%	90.0%	95.0%	
合成香料	收入 (百万)	317	323	289	351	447	554
	yoy	30.7%	1.8%	-10.5%	21.5%	27.4%	24.0%
	毛利率	31.2%	27.3%	23.2%	23.7%	24.2%	24.7%
	平均售价 (万元/吨)	5.7	5.0	4.9	4.9	4.8	4.9
	yoy	0.2%	-11.9%	-1.6%	-1.1%	-0.7%	0.9%
	产量 (吨)	9077	11010	8886	10880	13893	17004
	yoy	7.8%	21.3%	-19.3%	22.4%	27.7%	22.4%
	设计产能	9800	13400	16400	19781	23548	26569
	产能利用率	92.6%	82.2%	54.1%	55.0%	59.0%	64.0%
	销量 (吨)	5594	6467	5881	7224	9267	11393
产销率	61.6%	58.7%	66.2%	66.4%	66.7%	67.0%	
费用端	销售费用率	0.91%	1.18%	0.97%	1.40%	1.60%	1.60%
	管理费用率	7.30%	7.53%	6.03%	6.80%	7.30%	7.30%
	研发费用率	3.85%	4.16%	4.56%	4.90%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

综上所述, 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 23.4/30.5/39.2 亿元, 同比增速分别为 32.7%/30.1%/28.5%; 净利润分别为 4.8/6.0/7.6 亿元, 同比增速分别为 23.4%/24.2%/28.0%。

## 5.2 投资建议:

科思股份主营产品属于化妆品上游原料, 下游客户绝大多数为化妆品行业, 对应赛道具备高景气度, 我们认为估值应综合对标原料化工企业及化妆品品牌方。公司作为全球防晒剂龙头, 前期受外部环境因素影响业绩承压, 随着公司产品提价措施落地、产品结构优化及新产能释放, 业绩拐点逐步显现。综合考虑, 我们认为公司 2023 年合理估值 30XPE, 对应目标市值 144 亿元, 给予“买入”评级。

图表 48: 可比公司估值情况

公司代码	简称	市值 亿元	归母净利 (亿元, 人民币)					PE				PEG
			21A	22A/E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	23E	
300957.SZ	贝泰妮	467	8.6	10.5	13.5	17.2	54	44	35	27	1.3	
603605.SH	珀莱雅	465	5.8	8.2	11.1	14.5	81	57	42	32	1.2	
688363.SH	华熙生物	465	7.8	9.7	12.6	16.6	59	48	37	28	1.3	
600315.SH	上海家化	199	6.5	4.7	7.4	8.9	31	42	27	23	2.5	
603983.SH	丸美股份	164	2.5	2.1	2.9	3.7	66	78	56	44	3.9	
化妆品品牌商-平均							<b>58</b>	<b>54</b>	<b>39</b>	<b>31</b>	<b>1.7</b>	
688089.SH	嘉必优	36	1.3	0.6	1.5	1.9	28	56	25	19	1.7	
002709.SZ	天赐材料	876	22.1	57.1	46.5	61.7	40	15	19	14	0.5	
688639.SH	华恒生物	165	1.7	3.2	4.4	6.4	98	52	37	26	0.7	
300132.SZ	青松股份	30	-9.1	-5.6	1.6	2.3	-3	-5	20	13		
300955.SZ	嘉亨家化	22	0.7	1.4	2.0	2.0	31	15	11	11	0.3	
上游原料代工商-平均							<b>39</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>0.6</b>	
<b>300856.SZ</b>	<b>科思股份</b>	<b>113</b>	<b>1.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.8</b>	<b>5.9</b>	<b>85</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>0.4</b>	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 注: 股价为 2023 年 5 月 11 日收盘价, 化妆品品牌商业绩为国盛研究所预测, 上游原料代工商为 Wind 一致预测。

## 风险提示

- **新增产能投放不及预期:** 公司新工厂投产、若接单情况未同步增加、增加短期摊销、单位产品生产成本提升, 会对毛利率产生影响。
- **客户集中度较高风险:** 公司前五大客户营收占比较高, 若主要客户市场份额缩减或转向其他厂商, 业务将受到较大影响。
- **原材料价格波动风险:** 公司主要原料为基础化工产品, 原材料价格与石油价格相关。公司原材料成本上涨向客户传导存在一定的滞后性, 在原材料价格上涨背景下, 公司短期盈利将受到影响。
- **关税政策及汇率波动等出口风险:** 公司主要收入来自海外, 汇率波动会影响公司产品的市场竞争力, 自确认销售收入形成应收账款至收汇期间, 汇率波动而产生汇兑损益将影响公司业绩。
- **收入增速及盈利能力不及预期风险:** 随着市场环境变化及竞争加剧, 公司可能面临毛利率水平难以保持, 收入增速不及预期等风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com