

再议过去、现在与未来

华泰研究

2023年6月05日 | 中国内地

更新报告

化妆品

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

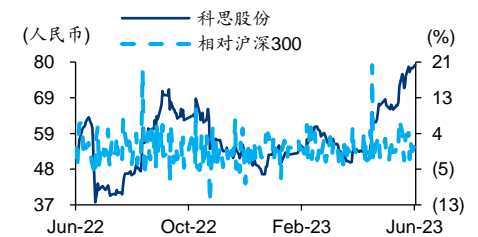
122.56

研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+(86) 21 2897 2038
研究员	林寰宇
SAC No. S0570518110001	linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQQ796	+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	122.56
收盘价(人民币 截至6月5日)	79.15
市值(人民币百万)	13,402
6个月平均日成交额(人民币百万)	142.59
52周价格范围(人民币)	37.78-79.15
BVPS(人民币)	12.44

股价走势图



资料来源: Wind

防晒领域有望持续做深做透, 品类拓展有望支撑第二成长曲线

15-19年公司防晒业务快速增长。经历20-21“失去的两年”, 22年全球出行修复/新品种投产, 叠加供应链相对优势/顺价能力彰显, 公司业绩强劲修复。公司在防晒剂领域有望持续做深做透, 我们测算现有品种满产期收入可达30亿级别; 非防晒剂仅现有管线满产期收入规模15亿级别。公司定位全球个护品原料供应商, 对标海外龙头具有较高发展上限, 客户积累奠定渠道复用基础, 选品布局胸中自有沟壑。期待其成长逻辑的持续演绎。考虑全球防晒剂需求依然旺盛, 调高23-25年EPS至3.83/4.58/5.77元(前值3.27/4.38/5.66元), 可比公司23年Wind一致预期PE均值为32倍, 公司存在技术路径差异, 但考虑成长逻辑逐渐明晰, 给予公司23年32倍PE, 目标价122.56元(前值98.10元), 维持“买入”评级。

过去: 从0-1快速成长, 盈利能力中枢抬升

公司15年-19年营收CAGR24%, 主因: 1) 站在巨人肩膀。15Q4起公司获取DSM订单, 15年DSM贡献收入4502万/19年4.5亿。2) 防晒剂收入快速增长(19年8亿/15-19CAGR33%)。期间毛利率(15年25%/19年31%)/净利率(4.6%/14%)显著提升, 主要因: 产能利用率提升(传统防晒剂收入15-19CAGR27%)/新品贡献(19年PS收入/毛利占比12%/8%)/18-19年三次提价。20年原材料成本下行, 而剪刀差效应致毛利率继续提升, 21年毛利率短暂受损, 22年则因需求回暖/产品提价, 毛利率强劲修复。

现在: 防晒系列已在全球市场站稳脚跟, 有望持续做深做透

1) 化学防晒剂: 19年AVB等5款传统品种收入规模6.7亿元, 我们测算22年约9亿元; 测算PS/EHT/PA3款新品贡献超3亿收入, 22年底产能约500/1000/500t, 23年底扩产后产能有望达2000/2000/1500t, 满产期产值5/4/7亿元。2) 物理防晒剂: TiO2有望于23Q2逐步投产放量(产能2000t), ZnO亦在研。公司横向拓展增效剂等, 纵向延伸配方能力, 防晒全案服务能力持续夯实。测算满产期防晒剂收入30亿级别(不含ZnO等增量品种)。

未来: 从1-100正在演绎, 迈向全球个护品原料供应商

1) 品类扩张带动第二成长曲线: 拓展去屑剂/增稠剂/氨基酸表面活性剂/美白剂等, 测算仅现有管线满产期收入规模约15亿。2) 客户积累奠定渠道复用基础: 下游客户供应商准入严格, 而一旦进入供应体系后嫁接新品周期缩短。3) 选品布局胸中自有沟壑: 依托中间体原料优势, 后发切入AVB做到全球份额领先; 卡位PS/PA/PO等成长好/格局优/壁垒强的新品种, 并做长产业链、巩固市场地位。市场洞察敏锐, 选品能力持续得到验证。

风险提示: 原料成本波动; 市场竞争加剧; 汇率大幅波动; 新品拓展较慢。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	1,090	1,765	2,645	3,550	4,411
+/-%	8.13	61.85	49.87	34.23	24.23
归属母公司净利润(人民币百万)	132.87	388.14	648.22	776.05	977.25
+/-%	(18.72)	192.13	67.01	19.72	25.93
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.78	2.29	3.83	4.58	5.77
ROE(%)	8.67	21.96	28.56	26.03	25.33
PE(倍)	100.87	34.53	20.67	17.27	13.71
PB(倍)	8.43	6.89	5.17	3.98	3.08
EV EBITDA(倍)	56.25	23.27	14.96	12.05	9.12

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



正文目录

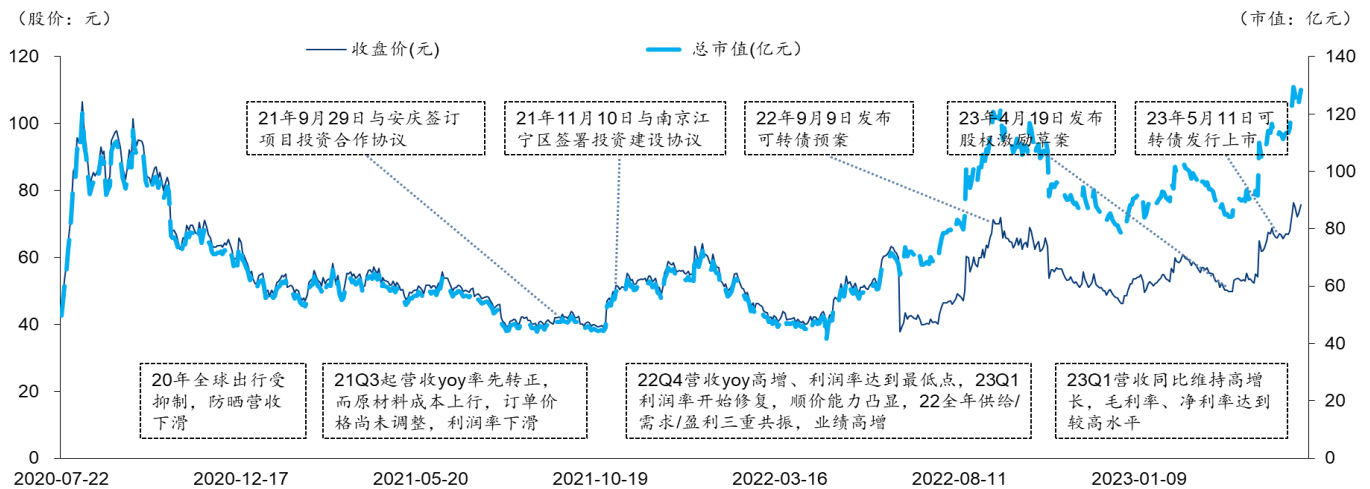
股价复盘：22 年演绎的更多是“基本面反转”	3
过去：从 0-1 快速成长，盈利能力中枢抬升	4
现在：防晒系列已在全球市场站稳脚跟，有望持续做深做透	5
未来：从 1-100 正在演绎，定位全球个护品原料供应商	11
客户及渠道资源积累深厚，奠定复用基础	13
市场洞察敏锐，选品能力持续得到验证	15
未来大有可为，对标龙头发展上限较高	15
风险提示	17

股价复盘：22 年演绎的更多是“基本面反转”

20-21 年疫情及成本压力导致公司增长停滞、21 年成本压力致利润亦下滑，22 年伴随需求回暖+供给放量+盈利能力修复，公司业绩实现高增，股价亦随之上涨。而在 22 年 9 月达到阶段性市值高点后，市场开始担忧其后续业绩增长的持续性，公司股价出现显著回调。23 年 4 月以来，公司股价反弹。站在当前时点，我们认为其成长逻辑已经逐渐清晰：

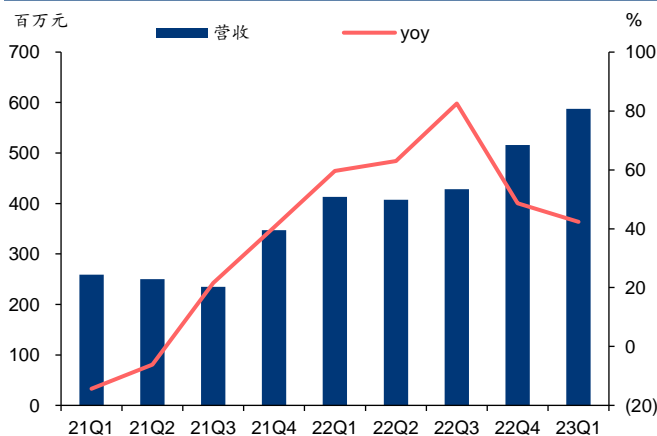
- 1) 短期：价挺量增，业绩有望持续亮眼。** 下游防晒剂原料需求依然旺盛，而全球范围内产能供应并不充分，公司防晒剂产品价格有较强支撑。量方面，我们预计 23Q1 老防晒剂品种亦有增量，新品 PA/PS/EHT 等产量持续爬坡；我们预计 23Q2 起物理防晒剂二氧化钛有望开始贡献新增量，23H2 多款新品（去屑剂/增稠剂/美白剂/氨基酸表活等等）有望投产，全年业绩释放节奏明朗。
- 2) 中期：品类扩张，激励彰显发展信心。** 公司在防晒剂领域有望持续做深做透，我们测算现有品种满产期收入可达 30 亿级别（不考虑 ZnO 及后续潜在品种）；非防晒剂仅现有管线满产期收入规模 15 亿级别。公司 4 月发布股权激励，考核指标为 23-25 年营收，并根据每年指标完成情况核算公司层面归属系数，系数设为 100%/90%/80% 三档，分别对应 23-25 年当年营收较 22 年复合增速为不低于 30%/28%/25%。据公告，公司预计每 2-3 年会进行一轮股权激励，长期关注人才培养和人才成长，充分调动各方积极性，使员工共同关注公司的长远发展。
- 3) 长期：迈向全球领先的个护品原料供应商。** 公司定位全球个护品原料供应商，对标海外龙头具有较高发展上限，客户积累奠定渠道复用基础，选品布局胸中自有沟壑。期待其成长逻辑的持续演绎。

图表1：公司上市以来股价复盘



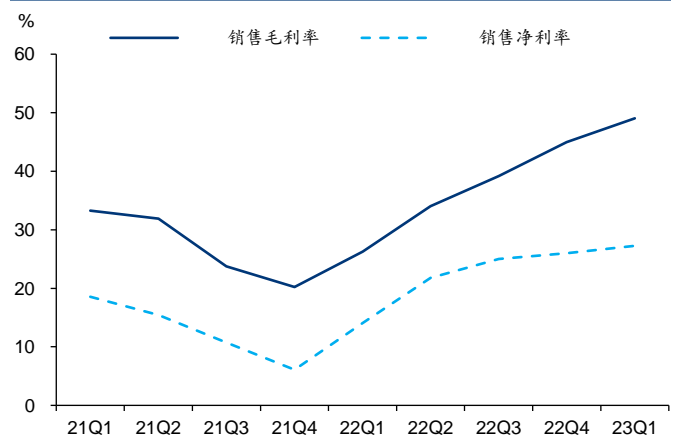
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：公司 21Q3 起营收 yoy 转正



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：利润率于 21Q4 见底，此后持续向上

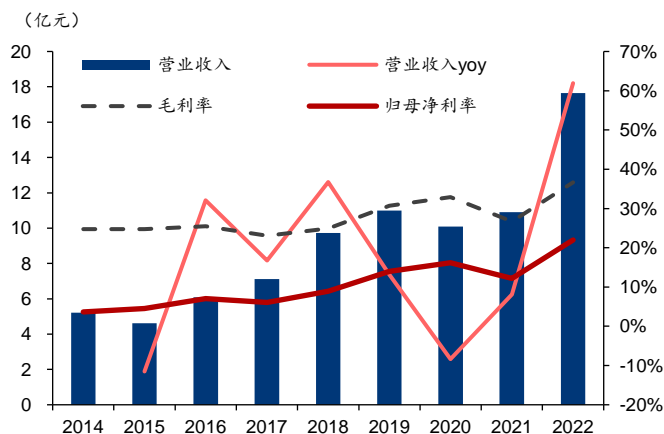


资料来源：Wind，华泰研究

过去：从 0-1 快速成长，盈利能力中枢抬升

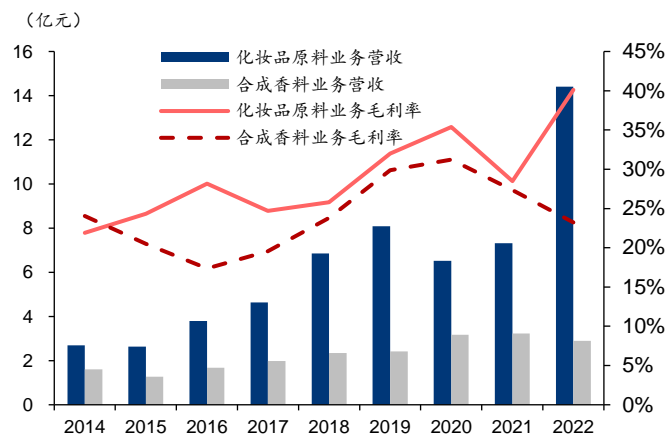
公司 15 年-19 年营收 CAGR24%，主要的驱动：1) 客户端：站在巨人肩膀。15Q4 起公司获取 DSM 订单，15 年 DSM 贡献收入 4502 万/19 年达 4.5 亿。2) 产品端：防晒剂收入快速增长（19 年 8 亿，15-19CAGR33%）。

图表4：公司 16 年-19 营收快速增长



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：防晒剂业务（化妆品原料）为核心增长驱动



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：16-22 年公司不同品种防晒剂业务收入拆分（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
阿伏苯宗 (AVB)	119	151	158	188	177	152	224
奥克立林 (OCT)	50	69	93	106	68	112	264
对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	79	86	129	151	97	106	170
水杨酸异辛酯 (OS)	21	34	44	81	84	86	117
原膜散酯 (HMS)	51	64	95	141	91	93	145
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)		26	104	89	128	168	188
辛基三嗪酮 (EHT)							88
二乙氧基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)							75

注：22 年份品种业务收入为我们预测；

资料来源：公司公告，华泰研究

15-19 年公司毛利率（15 年 25%/19 年 31%）/净利率（4.6%/14%）显著提升，主要因：产能利用率提升（传统防晒剂收入 15-19 年 CAGR27%）/新品占比提升（19 年 PS 收入/毛利占比已达 12%/8%）/18-19 年三次提价。20 年原材料成本下行，而剪刀差效应致毛利率继续提升，21 年毛利率短暂受损，22 年则因下游需求恢复、产品提价，毛利率强劲修复。

图表7：18 年以来因原材料成本上涨公司对主要产品进行了提价

产品类别	2017	2018	2019	18-17 年	19-18 年
	单价 (元/千克)	单价 (元/千克)	单价 (元/千克)		
阿伏苯宗 (AVB)	67.89	67.46	74.04	-0.64%	9.77%
对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	50.76	53.83	62.72	6.05%	16.51%
原膜散酯 (HMS)	28.76	31	38.51	7.80%	24.21%
奥克立林 (OCT)	45.52	46.61	50.28	2.40%	7.88%
水杨酸异辛酯 (OS)	22.06	23.43	30.64	6.21%	30.78%
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	370.01	395.3	349.34	6.84%	-11.63%
铃兰醛 (LLY)	38.13	41.25	49.05	8.19%	18.91%
合成茴脑 (AT)	52.28	58.56	67.9	12.01%	15.95%
对甲氧基苯甲醛 (PMOB)	51	60.84	65.99	19.28%	8.47%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

现在：防晒系列已在全球市场站稳脚跟，有望持续做深做透

防晒剂产品已基本覆盖市场上主要品类，打造丰富产品矩阵。公司是全球主要防晒剂生产厂家之一，除了使用量较大的传统化学防晒剂如阿伏苯宗、原膜散酯、水杨酸异辛酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克利林等产品外，公司凭借强大的研发实力布局了双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S)、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚(P-M)、乙基己基三嗪酮(EHT)和二乙氧基苯甲酰基苯甲酸己酯(PA)等新型防晒剂产品，新品也带动下游客客户订单增加、销售规模显著提升、巩固加深业务联系。

化学防晒剂：19年AVB等5款传统品收入规模6.7亿元，我们测算22年约9亿元，价增为重要驱动；测算PS/EHT/PA3款新品贡献超3亿收入，22年底产能约500/1000/500t，销量约500/350/150t，23年底扩产后产能有望达2000/2000/1500t，满产期产值5/4/7亿元。

物理防晒剂：全球仅2种，TiO₂有望于23Q2逐步投产放量（产能2000t），ZnO亦在研。测算满产期物理+化学防晒剂收入体量30亿级别（不含ZnO及后续潜在增量品种）。

图表8：公司防晒剂业务收入测算

	产能规模 (吨)	产品均价 (万元/吨)	满产期收入规模 (亿元)
传统防晒剂			
阿伏苯宗 (AVB)	4000	8.0	3.2
奥克利林 (OCT)	3000	10.0	3.0
对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	3000	6.8	2.0
水杨酸异辛酯 (OS)	3000	3.5	1.1
原膜散酯 (HMS)	4000	4.5	1.8
		合计	11
新型防晒剂			
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	2000	26	5
辛基三嗪酮 (EHT)	2000	22	4
二乙氧基苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)	1500	45	7
物理防晒剂二氧化钛 (TiO ₂)	2000	15	3
物理防晒剂氧化锌 (ZnO)	未定		19
		合计	30

注1：公司公告，公司原有2000吨AVB产能，IPO募投项目新增2000吨产能已于20年10月投产，合计产能4000吨；安庆科思产线投产后，P-S产能将达到2000吨；马鞍山科思二氧化钛产能2000吨；马鞍山科思EHT/PA产能1000/500吨，据公告，公司已规划EHT及PA产品线的扩产工作，计划在今年夏季实施，我们参考P-S产品扩产节奏，假设EHT/PA分别再扩1000吨产能；其余产品产能为公司既有产线产能。

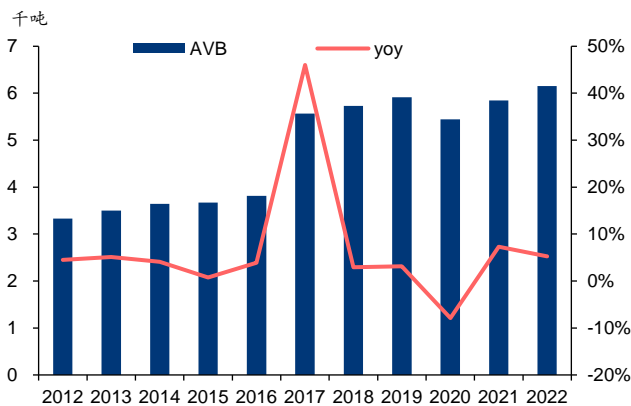
注2：传统防晒剂品种参考公司22年1-9月各产品均价，考虑下游防晒剂需求依然旺盛，而传统防晒剂供给相对稳定，我们假设产品价格依然能维持相对稳定水平；据公告，2022年1-9月公司P-S产品价格为36.17万元/吨，考虑未来市场竞争情况后公司审慎预测满产后P-S价格为26万/吨；据爱采购网6月5日信息，可比EHT品种的价格在20-70万吨不等，可比PA品种的价格在50-60万吨不等，可比二氧化钛品种的价格在12-40万吨不等，综合考虑1)公司生产的品种主要应用于高毛利率的个护品中，等级相较工业级品种较高以及2)原料厂商出厂价格与终端采购价格存在差异，我们假设满产期EHT/PA/TiO₂出厂价格约在22/45/15万元每吨；

注3：满产期收入规模=产能规模*产品均价；

资料来源：公司公告，华泰研究预测

阿伏苯宗 (AVB)：高效UVA吸收剂，依然有广泛应用场景，公司全球市场份额领先。阿伏苯宗 (AVB) 为高效的UVA吸收剂，防护范围较大 (315-400nm)，价格也相对低廉。而AVB存在光稳定性不足的缺陷，实践中厂商多将阿伏苯宗与奥克利林、二氧化钛、P-S等防晒剂组合以达到稳定成分、协同增效的效果。如强生集团旗下的露得清拥有的Helioplex技术，即通过有效稳定UVA和UVB吸收剂——Avobenzone和Oxybenzone (二苯酮-3) 来达到防晒功效。AVB重要原材料为对甲氧基苯乙酮(MAP)、对叔丁基苯甲酸甲酯(MBB)，科思均可实现自产，全球市场竞争力突出。公司原有2000吨AVB产能，IPO募投项目新增2000吨产能已于20年10月投产，合计产能4000吨。

图表9: 22年全球阿伏苯宗市场规模超过6000吨



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表10: 阿伏苯宗与奥克立林等其他成分结合有助于提升光稳定性

Table 1 Percent of Remaining Nondegraded Avobenzone After Exposure of a Thin Film (2 mg/cm²) of Formulation to 25 MEDs of UV Radiation (50 J/cm) from a Solar Simulator, as Measured by HPLC Analysis. Photostabilizing Additives Added to This Formulation with Avobenzone show Varying Levels of Ability to Photostabilize the Avobenzone

4% avobenzone plus:	Percent of avobenzone remaining after 25 MEDs of UV exposure
No stabilizer	23%
Octocrylene 3.6%	90%
4-Methylbenzylidene camphor 5% (ex. United States)	87%
Bemotrizanol (5%) (ex. United States)	81%
Oxybenzone 5%	80%
Diethylhexyl syringylidenemalonate 0.8%	73%
Polysilicone 15 4% (ex. United States)	53%
Tris(tetramethylhydroxypiperidinol)citrate 2%	53%
Butylcetyl salicylate 5%	50%
Polyester 8 3%	50%
Diethylhexyl-2,6-naphthalate 5%	47%

Abbreviations: UV, ultraviolet; MEDs, minimal erythema doses.

资料来源: Clinical Guide to Sunscreens and Photoprotection, 华泰研究

双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S): 性能优越的新型广谱防晒剂。P-S 作为一种新型广谱防晒剂, 是为数不多能够全面防护 UVA、UVB 波段的防晒剂品种, 具有良好的脂溶性和较高的光稳定性, 可以与其他化学防晒剂搭配使用并显著增加其 SPF 值, 为巴斯夫 Tinosorb 系列防晒剂专利原料。据 Euromonitor, 2019 年至 2021 年全球 P-S 防晒剂消耗量的年均复合增速以 10% 位居所有防晒剂品类的前三位, P-S 性能优越、配伍性较强、下游需求旺盛, 具备广阔的市场空间。

国内仅公司具备规模化 P-S 产能, 充分把握市场红利持续加注、产业链向上延伸、市场地位有望持续巩固。公司和帝斯曼于 2016 年初成功开发出了 P-S 和 P-M 产品, 2016 年完成产品生产线建设。2017 年, 公司开始向帝斯曼销售 P-S 和 P-M 产品。经过多年的技术研发和工艺积累, 公司已完全掌握生产 P-S 防晒剂的技术和核心工艺, 并具备丰富的产线配置经验, 成为全球目前少数具备 P-S 规模化生产能力的企业, 且国内仅公司拥有规模化 P-S 产能 (可转债说明书), 截至 2022 年 9 月末公司 P-S 产能为 500 吨/年。

2022 年 4 月, 公司为了把握 P-S 产品下游需求快速增长的市场机遇, 终止 IPO 募集资金投资项目中“安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目”, 并将部分募集资金调整用于新项目安徽圣诺贝“年产 500 吨防晒系列产品扩建项目”。该扩建项目主要在原有产线的基础上实施, 建设完成后将使公司 P-S 产能从 500 吨/年增加至 1000 吨/年。公司 22 年发行可转债, 项目之一为安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端个人护理品, 其中部分为公司现有防晒剂产品 P-S 的扩产项目, 项目建成并顺利投产后, 公司在 P-S 产品的产能将逐步提高至 2000 吨, 在防晒剂领域的龙头地位将得到进一步巩固和提升。同时公司还规划了 1600 吨 RET 中间体 (其中 1000 吨自用, 600 吨可对外出售)。

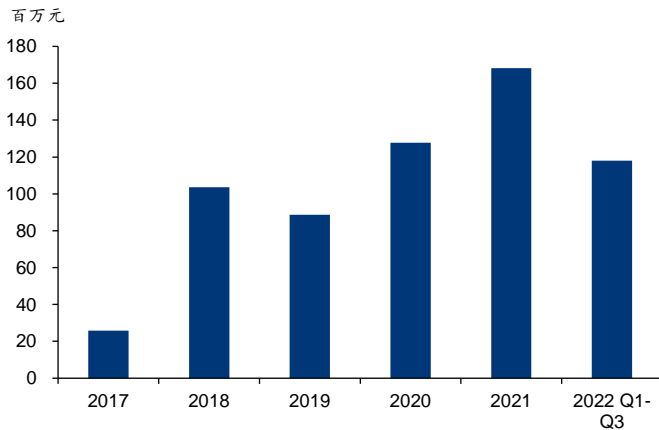
若获美国 FDA 批准有望打开新市场空间。公司现有 P-S 产品向帝斯曼独家供应, 双方协议约定独家供应关系期限至 2024 年, 独家供应期限届满时, 双方可进一步协商按年度进行续期。据公司可转债说明书, P-S 作为新型防晒剂主要在欧洲、亚洲市场使用, 而美国 FDA 预计也将于未来几年内通过 P-S 产品的使用许可 (科思股份可转债问询函公告)。美国为全球主要的化妆品和防晒产品使用国家之一, 若批准 P-S 产品准入有望打开新空间。

图表11: 公司预估的帝斯曼 P-S 需求量及公司预计产能

	2023 年	2024 年	2025 年
帝斯曼预计需求量 (吨)	800-1100	850-1500	1200-2000
公司预计产能 (吨)	1000	1400	1600

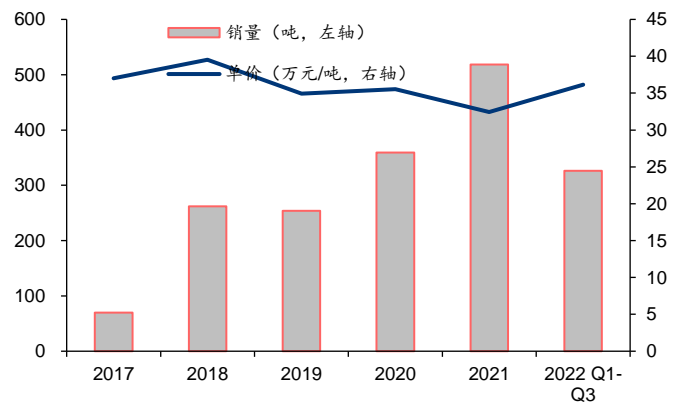
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表12: 19年以来 PS 营收不断攀升



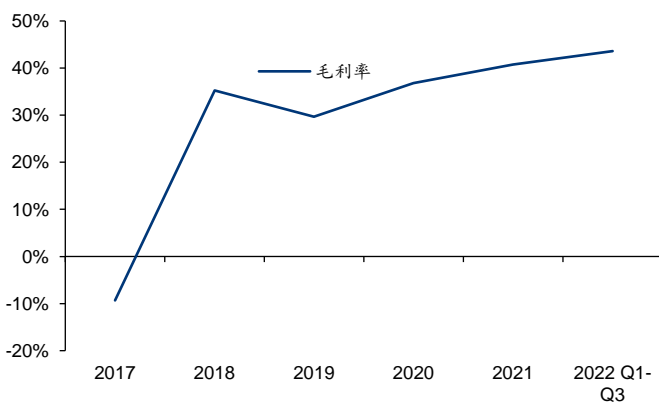
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表13: PS 量价拆分



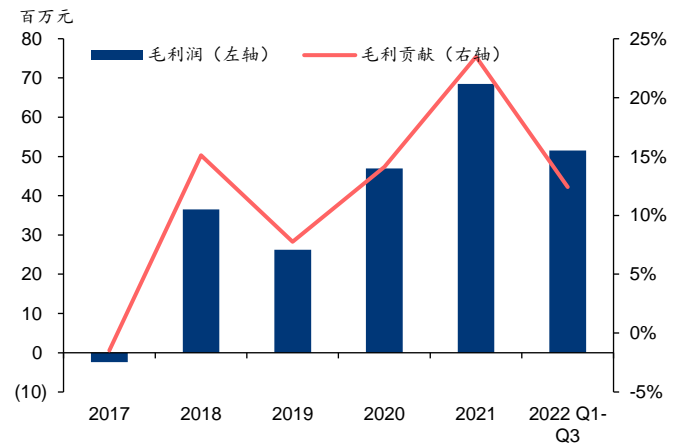
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表14: PS 毛利率变化



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: PS 毛利贡献



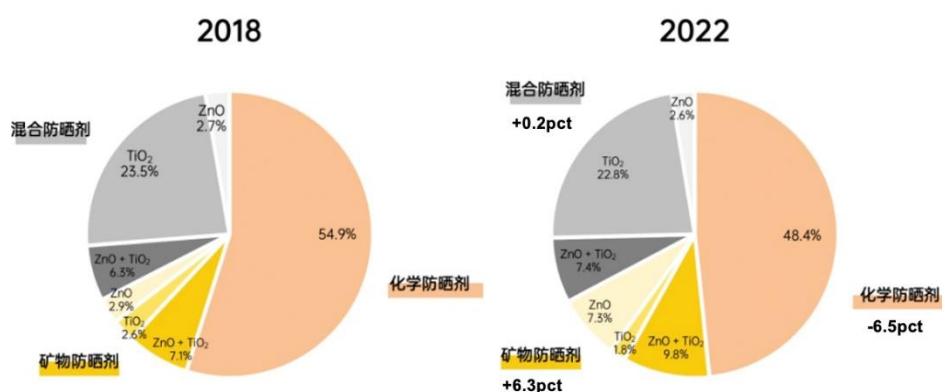
资料来源: 公司公告, 华泰研究

辛基三嗪酮 (EHT): 带动存量客户销售规模显著提升。EHT 是近年来发展起来的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 段紫外线, 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。该产品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。马鞍山科思的新型防晒剂辛基三嗪酮 (EHT) 于 2021 年 5 月投产, 下半年实现销售 (设计产能 1000 吨), EHT 正式投产后, 公司向原有大客户欧莱雅和拜尔斯道夫进行送样检测和认证, 并分别于 2021 年 11 月和 2022 年 3 月与欧莱雅和拜尔斯道夫首次就 EHT 产品签署正式销售订单。22Q1-Q3 公司向欧莱雅销售实现收入 6817 万元, 其中 EHT 达到 2336 万元, 带动欧莱雅成为公司第五大客户。据公告, 公司已规划 EHT 扩产工作, 计划在今年夏季实施。

苯甲酸己酯 (PA): 市场前景亦广阔。该品种曾为巴斯夫 Tinosorb 系列防晒剂专利原料。光稳性佳, 不容易被分解。防晒波段在 320-400nm, 包含了整个 UVA 的波段。跟 UVB 防晒剂搭配使用, 可以提升产品的 SPF 值, 有助 UVB 的防护。21 年 9 月公司变更部分募投项目, 取消 8000 吨中间体水杨酸生产线建设, 拟使用 IPO 募集资金 4409 万元投向 PA 项目 (设计产能 500 吨, 总投资 7200 万元), 原预计 2022 年 9 月竣工投产, 据公告, PA 实际于 2022 年 5 月投产, 公司于 2022 年 10 月向欧莱雅提交新产品完整书面文件并送样。据公告, 公司已规划 PA 扩产工作, 计划在今年夏季实施。

物理防晒剂：不同于化学防晒剂（有机防晒，通过化学反应的方式吸收和转化 UV 射线的能量），物理防晒剂（无机防晒）不吸收紫外线，主要通过反射或者散射紫外线射线来减少皮肤对紫外线能量的吸收，一般不含有会导致过敏的化学成分且刺激性较小。近年来“物化结合”成为重要趋势，亦有不少品牌商布局纯物理防晒产品，如绽妍推出防修 2 合 1 轻透物理防晒霜、雏菊的天空推出对脆敏肌友好的物理防晒霜。据德之馨，2018 年，45.1% 的上市防晒产品含有矿物紫外防晒剂（即物理防晒剂），相比之下，2022 年数值为 51.6%。在美国，22 年“矿物防晒”在谷歌上的搜索量同比增长+36.4%。二氧化钛 (TiO₂) 和氧化锌 (ZnO) 被美国食品和药物管理局列 (FDA) 列在防晒剂列表中，被公认为安全有效的成分 (GRASE)。美国和欧盟都允许 TiO₂ 和 ZnO 作为防晒活性物质，最高用量达 25%。

图表16：物理（矿物）防晒剂日渐风靡



资料来源：德之馨官网，华泰研究

据德之馨，TiO₂ 和 ZnO 在使用前通常会进行包裹处理。此外，通过改变表面处理、载体、粉末浓度以及研磨工艺，TiO₂ 和 ZnO 的粒径大小可以被精确地控制在所需的紫外线衰减的范围内。为了处理粉末，配方师必须能够拥有具有高剪切研磨的生产设备，并在生产过程中有能力控制粒径。

二氧化钛 (TiO₂)：据欧莱雅官网，二氧化钛纳米颗粒已通过消费者安全科学委员会 (SCCS) 的评估，委员会已批准其用作防晒剂，最大浓度为 25%。在防晒产品应用场景中，二氧化钛的核心工艺涉及表面处理及粒径控制。TAYCA 是在全球化妆品领域的最大的二氧化钛供应商，据官网，其经典产品 MT-100TV 具备优异的防 UVB 性能，粒径 15nm，在 250~325 左右的波长中，透光率几乎为 0。

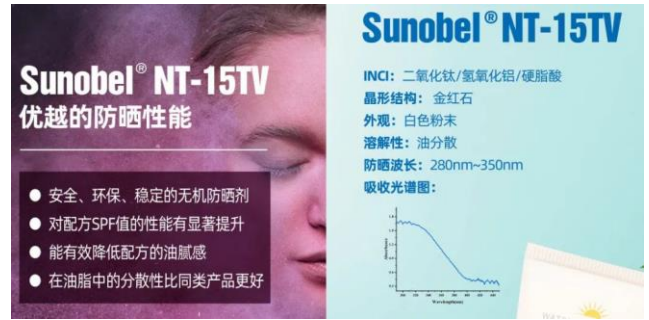
TAYCA 二氧化钛相关业务可进一步分为一般用途的二氧化钛（用于油漆、塑料、橡胶等工业领域）、特殊用途的微粒二氧化钛及氧化锌（micro titanium dioxide & micro zinc oxide，用于防晒化妆品）、表面处理产品等。据公司官网，由于市场对微粒二氧化钛及氧化锌的需求日益增长，公司于 19 年投产新建工厂，微粒二氧化钛及氧化锌产能将扩大 1,600 吨/年，产能提高至 5,200 吨/年。

图表17: 科思股份推出的物理防晒剂具备比肩日本龙头的粒径指标



资料来源: 科思股份官网, 华泰研究

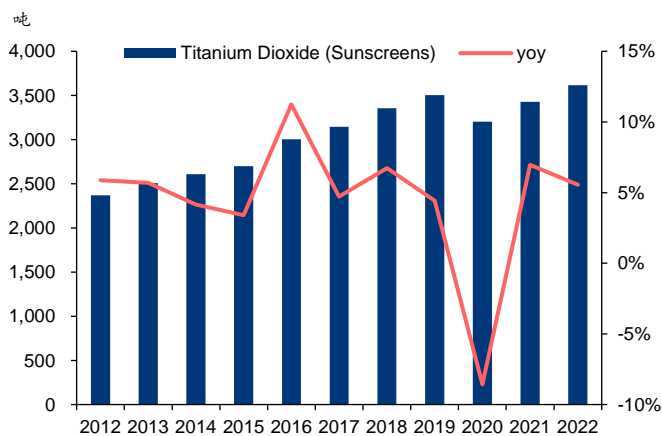
图表18: 科思股份推出的物理防晒剂综合性能优越



资料来源: 科思股份官网, 华泰研究

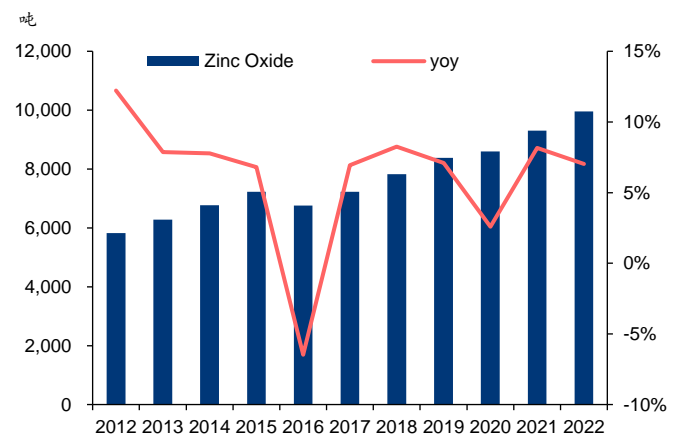
氧化锌 (ZnO): 在防晒霜中同样可作为紫外线过滤剂 (纳米形式的氧化锌), 也可以舒缓皮肤、缓解刺激, 还可作为粉底等化妆品中的白色颜料。资生堂等日系防晒产品使用氧化锌搭配稳定性较好的 PA、P-S 等防晒剂, 以增强其产品的整体防晒效能。

图表19: 22年全球防晒剂用二氧化钛市场规模超过3000吨



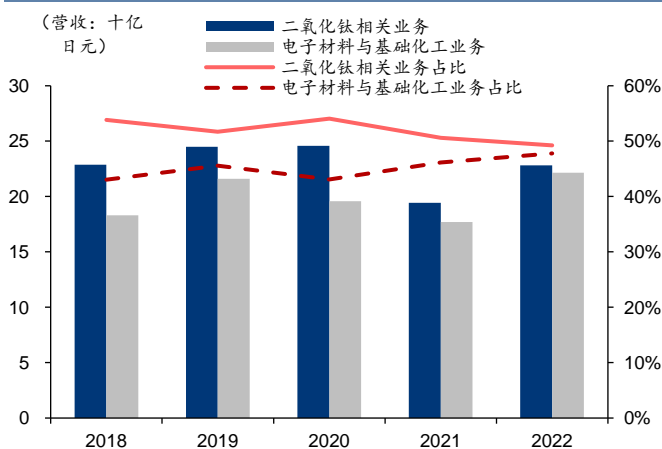
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表20: 22年全球防晒剂用氧化锌市场规模接近10000吨



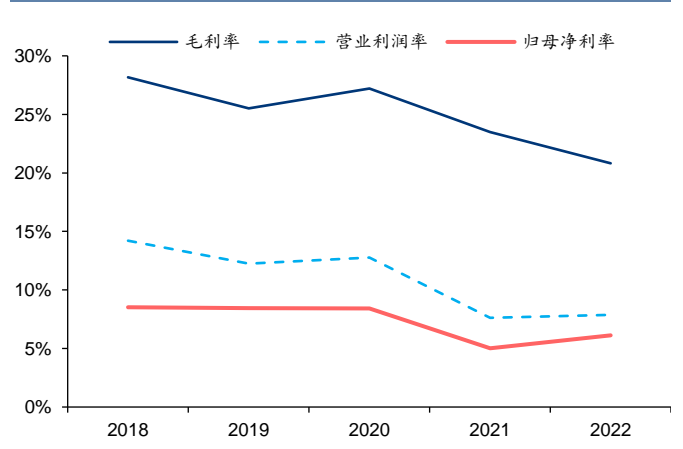
资料来源: TAYCA, 华泰研究

图表21: 日本TAYCA公司为全球二氧化钛龙头



资料来源: TAYCA 公告, 华泰研究

图表22: 日本TAYCA盈利能力近年来承压

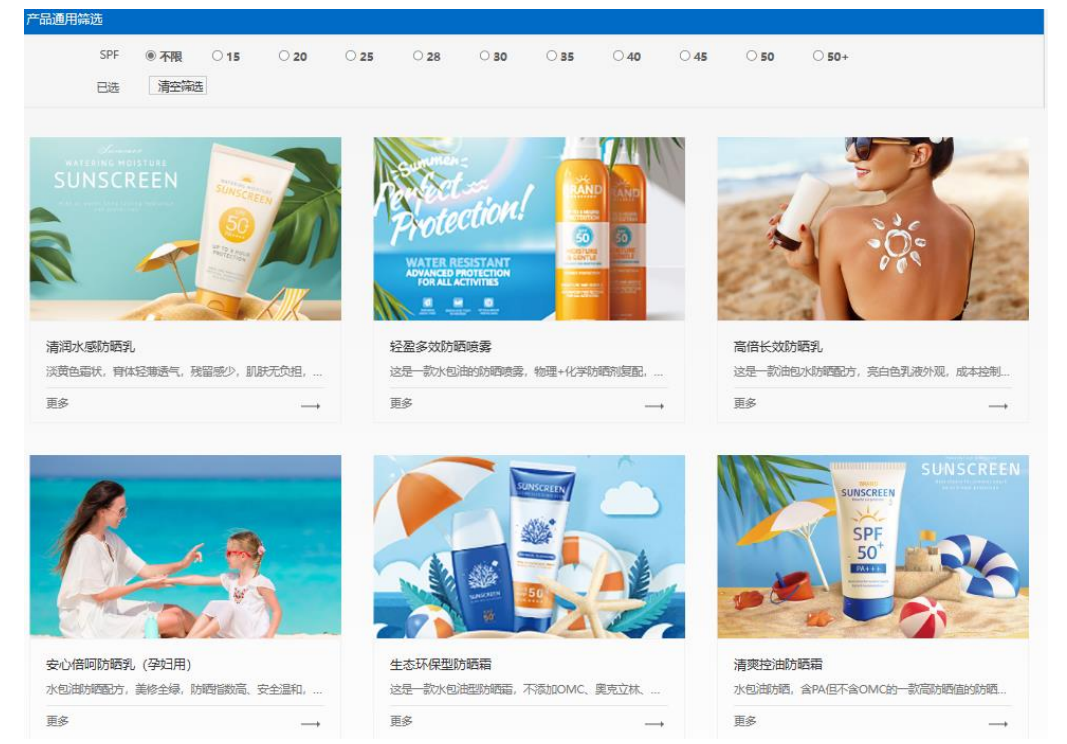


资料来源: TAYCA 公告, 华泰研究

横向拓展润肤剂、增效剂等，纵向延伸配方能力，防晒全案服务能力持续夯实，产业链附加值有望提升。防晒配方需要兼顾防护性/稳定性/安全性/环保性，因此要考虑防晒剂的组合（UVA/UVB 兼顾）、油相兼容性（固体防晒剂溶解性）、乳化剂选择（亲肤性/液晶态）、防腐剂选择等诸多维度。除提供丰富产品矩阵，具备全案服务能力的原料供应商有望掌握更主动的产业链地位。两维度来看：

- 1) 横向：**以巴斯夫为例，其提供增稠剂、润肤剂和乳化剂来支持氧化锌的配方需求；据年报，科思在研防晒增效剂 BHB 及高效保湿剂、高端润肤剂等；
- 2) 纵向：**据年报，公司也在布局防晒、清洁、保湿等配方应用与复配开发。

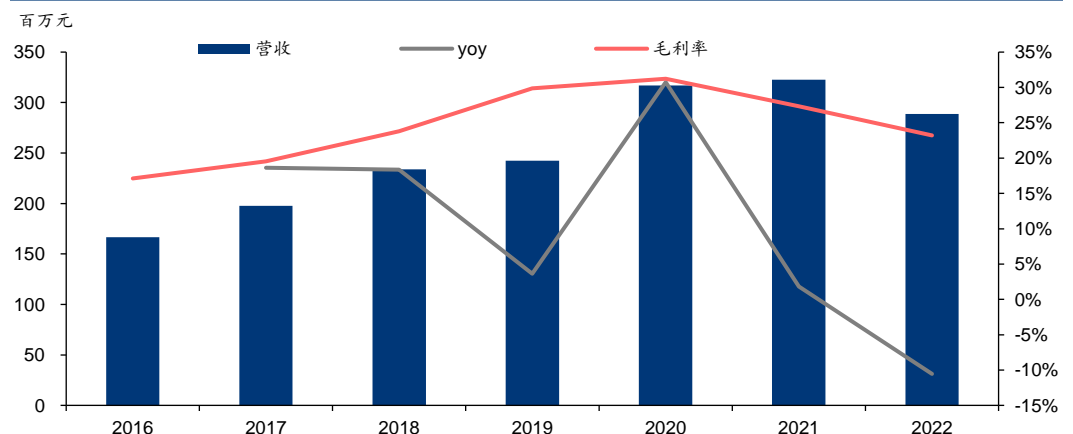
图表23： 公司可提供不同类型的防晒配方解决方案



资料来源：科思股份官网，华泰研究

合成香料业务：短期发展稳健。公司系国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，之后又投产了合成茴脑、扩产并技术升级铃兰醛等产品，产品具备较强的市场竞争力，与众多国际知名香料香精公司建立了业务合作关系。特别是铃兰醛产品，目前全球能够进行大规模生产的制造商仅有巴斯夫、克拉玛和科思股份三家。公司通过持续的研发投入攻克技术难题、改进生产工艺等，产品品质和价格受到市场高度认可。公司的铃兰醛产品在国际市场上的市场份额连年提升，在国内市场更是具有明显的优势。

图表24： 由于下游需求减弱，公司合成香料业务营收 22 年有所下滑



资料来源：Wind，华泰研究

未来：从 1-100 正在演绎，定位全球个护品原料供应商

洗护系列先行，去屑剂/氨基酸表面活性剂/增稠剂等有望率先落地。按不同类型，可将个护原料简单分为活性物及功能物两大类。活性物中，防晒剂是使用量大、规模效应强、壁垒相对高的优势赛道；而在功能物领域，洗护是使用量大、品种丰富的重要方向。

图表 25：公司防晒剂之外亦储备丰富管线

非防晒剂	产能规模 (吨)	产品均价 (万元/吨)	满产期收入规模 (亿元)
氨基酸表面活性剂	12800.00	2	2.6
去屑剂 PO (吡罗克酮)	3000.00	35	10.5
增稠剂 (卡波姆)	2000.00	7	1.4
美白剂 (乙基醚)	200.00	20	0.4
防晒增效剂 BHB	未定		
高端润肤剂	未定		
高效保湿剂	未定		
合成香料 M 及其衍生品项目	未定		
高端合成香料产品	未定		
防晒、清洁、保湿等配方应用与复配开发	未定		
		合计	15

注：22 年报披露，安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建成后氨基酸表面活性剂产能为 12800 吨、PO 去屑剂产能为 3000 吨、增稠剂卡波姆产能 2000 吨；据恒州诚思 YHRResearch，上海比莱化工是全球最大的维生素 C 乙基醚生产商，年产能 200 吨，考虑到公司定位于全球领先个护品原料供应商，我们假设科思美白剂产能布局规划亦在 200 吨级别；据 6 月 5 日爱采购网价格，可比的维生素 C 乙基醚品种终端采购价格在 10-180 万元/吨不等，可比的吡罗克酮品种终端采购价格在 80-110 万/吨不等，考虑到 1) 公司生产的品种主要应用于高毛利率的个护品中，等级较高以及 2) 原料厂商出厂价格与终端采购价格存在差异，我们保守预估公司乙基醚产品出厂均价在 20 万元/吨左右，去屑剂 PO 在 35 万/吨左右。卡波姆及氨基酸表活价格参考公司可转债说明书中对于募投项目的测算；考虑下游个护需求依然旺盛，我们假设满产期产品价格能够维持较稳定水平。

注：满产期收入规模=产能规模*产品均价；

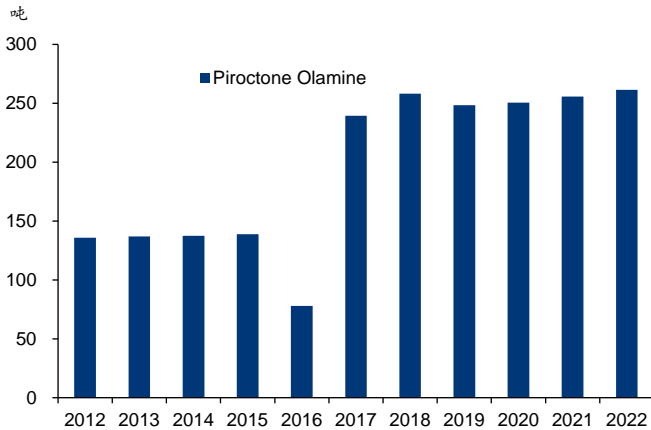
资料来源：公司公告，华泰研究预测

去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐 (PO)：享受产品替代红利。吡硫鎓锌 (Zinc Pyrithione, ZPT) 曾在化妆品中被广泛用于抗皮脂剂，发用调理 (含去屑) 剂和防腐剂等，已有 60 多年的使用历史。但其本身具有的生殖毒性及使用安全性问题，2021 年 11 月，ZPT 被列入欧洲化妆品法规附件 II 禁用成分清单，2022 年 3 月 1 日正式生效，去屑剂 ZPT 在欧盟化妆品中被正式禁用。随着欧盟禁令的实施，ZPT 销售额可能会逐年下降。

吡罗克酮乙醇胺盐则为多功能的广谱抑菌剂，对真菌、霉菌有广谱杀灭作用。在化妆品中可作为去屑剂、防腐剂、抗菌剂、抗痘剂及除味剂等，广泛应用于洗发护发、沐浴露、防晒、祛痘、祛味等产品中，其在 1980 年就已经通过欧洲美容科学安全评估委员会 (SCCS) 的评估，在化妆品中，最大浓度为 1% (淋洗产品) 或 0.5% (驻留产品)。而因其产品成本相对较高，目前主要应用于中高端去屑洗发水。据 GIR (Global Info Research) 调研，按收入计，2021 年全球吡罗克酮乙醇胺盐收入大约 85 百万美元，预计 2028 年达到 115 百万美元，全球市场主要吡罗克酮乙醇胺盐生产商包括烟台东方化学、科莱恩、南京斯拜科生化实业、浙江丽晶化学和 Kumar Organic Products 等。

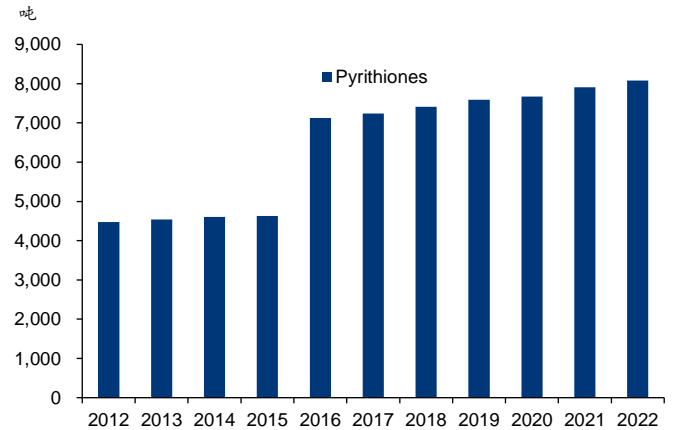
据 22 年报，公司安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建设已全面启动，建成后将形成 3000 吨年新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐，22 年 11 月，公司去屑剂新品 Coscare PO 即已亮相 2022 荣格个人护理品技术高峰论坛。我们预计有望于 23H2 正式投产。

图表26: 22年全球吡罗克酮乙醇胺盐市场规模仅有260吨左右



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表27: 22年全球吡硫鎓锌市场规模则超过8000吨



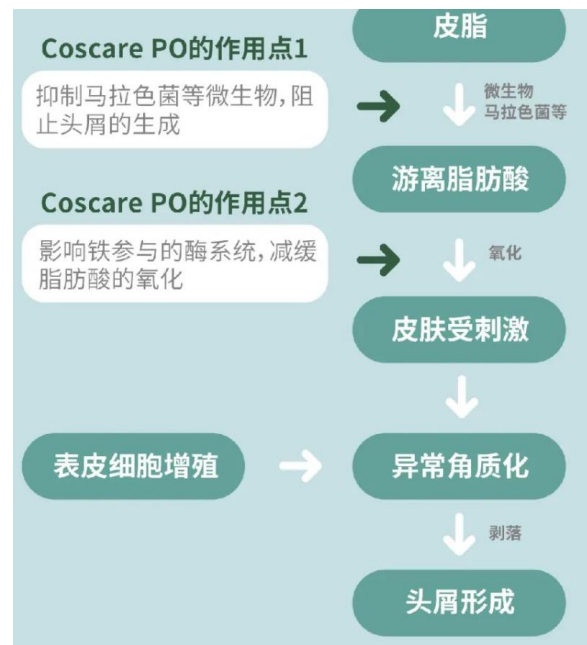
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表28: 科思股份推出的去屑剂 Coscare PO 性能突出



资料来源: 科思股份官网, 华泰研究

图表29: Coscare PO 的作用原理



资料来源: 科思股份官网, 华泰研究

增稠剂卡波姆: 有望逐步实现进口替代。为一种高分子水溶性增稠剂,通常用来调节液体的黏度、改善凝胶体系的触变性能和提高成品的稳定性,具有增稠、悬浮、稳定等功能,在消毒洗手液、护肤、沐浴、洗发以及食品等领域中应用广泛。主要应用于高端个人护理品等领域。在世界范围内,卡波姆被少数精细化工企业垄断,其中美国路博润占全球卡波姆的绝大多数市场份额,国内目前仅天赐材料等企业有一定生产规模,导致国内市场对进口卡波姆产品需求量较大、价格较高,一定程度上限制了卡波姆在国内个护领域渗透率的提升(公司可转债说明书)。据公告,公司已就卡波姆等项目的建设计划和产能投放安排与下游客户进行了沟通,并取得了部分客户的初步采购意向。

路博润:2002年路博润收购美国诺誉(Noveon)开始进军日化行业,Noveon则是卡波姆的发明者与“鼻祖”,其卡波姆产品的品牌名为Carbopol。据QY Research统计,2020年全球卡波姆产量达到67,455吨,较2019年增长8.90%,其中美国路博润占据约75%的市场份额。据路博润官网,其Carbopol®聚合物是市场上最高品质的卡波姆,为50多年前推出的第一款商用卡波姆,以高度灵活性出名,在美容、健康和家庭护理产品中有广泛应用。

天赐材料：年产能 5000 万吨。2020 年路博润在国内市占率为 60.8%，天赐的卡波姆占 19.1%，位列第二。2020 年受疫情影响，市场对乙醇凝胶类产品需求激增，天赐材料的卡波姆价量齐升，卡波姆业务毛利率提升到 60%。

图表30： 公司就氨基酸表面活性剂及卡波姆与客户的沟通情况

客户名称	是否为新客户	合作意向情况	意向产品
欧莱雅	原有客户	初步采购意向	氨基酸表面活性剂、卡波姆
宝洁	原有客户	初步合作意向	氨基酸表面活性剂、卡波姆
珀莱雅	原有客户	初步采购意向	氨基酸表面活性剂、卡波姆
环亚	原有客户	初步采购意向	氨基酸表面活性剂、卡波姆
蔻诗曼嘉	原有客户	初步采购意向	氨基酸表面活性剂、卡波姆
水羊股份	新拓展客户	送样后可安排测试	氨基酸表面活性剂、卡波姆
逸仙电商	新拓展客户	初步采购意向，已送样检测	氨基酸表面活性剂、卡波姆

资料来源：公司公告，华泰研究

客户及渠道资源积累深厚，奠定复用基础

下游客户对于供应商筛选准入严格，而一旦形成稳定供应关系后不会轻易更换。化妆品和个护领域的大型企业对供应商准入管理往往较为严格，新供应商提供的产品需要经过小批量、长时间的测试，确保始终拥有稳定质量、大批量供应能力及完善售后服务后才能正式进入客户供应商名单，新进入者难以在短期获得重要客户资源和必要盈利空间，一旦形成稳定供应关系后不会轻易更换。同时，一旦在成为其合格供应商后进行新产品认证和准入的程序则相对简化。

帝斯曼：公司为其防晒剂的主要供应商，合作深厚。15Q4 起公司获取帝斯曼 (DSM) 订单，15 年 DSM 贡献收入 4502 万/19 年达 4.5 亿。公司和帝斯曼有关于阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克立林、水杨酸异辛酯、原膜散酯等 5 个防晒剂产品有关于最低采购量及价格优惠的约定，即量大价优策略（销售给帝斯曼与销售给其他客户的产品价差最高达 18%）。同时公司与帝斯曼就 P-S、P-M 产品签订了独家采购与供应协议。

图表31： 17-19 年帝斯曼向公司采购的品种

采购品种	帝斯曼向公司的 采购数量 (吨)	帝斯曼向公司采购占 其同类产品采购的比例
2017 年 奥克立林、阿伏苯宗、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S	3,944.63	100%
2018 年 奥克立林、阿伏苯宗、维生素 C 磷酸酯钠、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S	7,125.12	100%
2019 年 奥克立林、阿伏苯宗、原膜散酯、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S、维生素 C 磷酸酯钠	6,949.74	100%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表32： 19 年公司对帝斯曼的销售单价低于其他客户 (单位：元/KG)

品种	帝斯曼	其他客户	差额
奥克立林	50.1	50.4	1%
阿伏苯宗	71.48	77.13	8%
原膜散酯	35.15	40.08	14%
对甲氧基肉桂酸异辛酯	61.22	66.71	9%
水杨酸异辛酯	28.3	33.47	18%

资料来源：公司公告，华泰研究

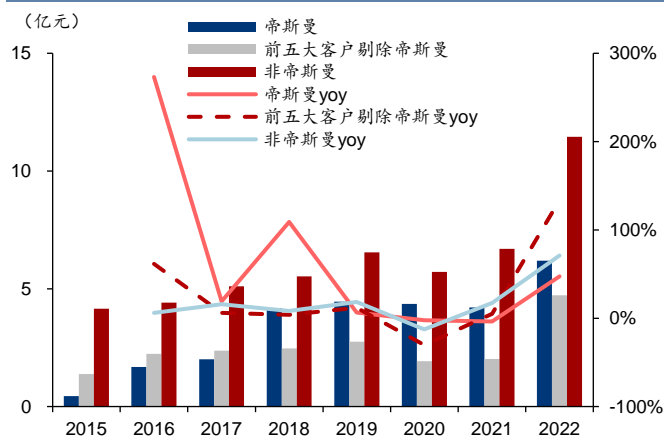
图表33: 帝斯曼“Parsol”系列主要产品与公司相关产品名称对应情况

产品类型	帝斯曼产品名称	公司产品名称
广谱化学防晒剂	Parsol Shield	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)
	Parsol Max	亚甲基双-苯并三嗪基四甲基丁基酚 (P-M)
UVA 化学防晒剂	Parsol 1789	阿伏苯宗 (AVB)
UVB 化学防晒剂	Parsol MCX	对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)
	Parsol 340	奥克立林 (OCT)
	Parsol HMS	原膜散酯 (HMS)
	Parsol EHS	水杨酸异辛酯 (OS)
	Parsol EHT	辛基三嗪酮 (EHT)
混合防晒剂	Parsol Guard	主要防晒剂为奥克立林 (OCT)、原膜散酯 (HMS)、阿伏苯宗 (AVB)

资料来源: 公司公告, 华泰研究

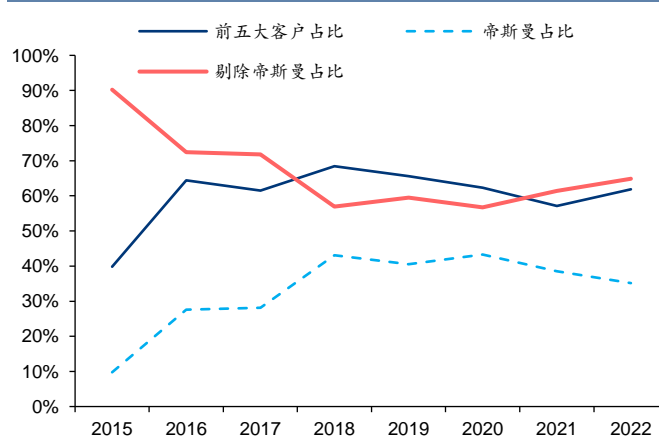
公司已经在化妆品和个护品牌商领域积累强大客户资源和成熟销售渠道。其中宝洁、联合利华、拜尔斯道夫、欧莱雅、强生、环亚等客户已经是公司化妆品活性成分业务的重要客户。

图表34: 公司非帝斯曼收入快速提升



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表35: 客户仍相对集中, 20年以来非帝斯曼贡献营收占比提升



资料来源: 公司公告, 华泰研究

大客户亚仕兰退出防晒市场后, 开拓 Playtex、Formulated 迅速补位, 再次彰显终端市场把握能力。

Playtex Manufacturing Inc. 成立于 1995 年, 现为 Edgewell Personal Care 旗下公司。Edgewell 是一家美国知名的个人护理产品生产商, 主要从事生产及销售个人护理产品业务, 包括剃须用品、皮肤护理、女性护理、婴幼儿护理等, 为纽约证券交易所上市公司, 2021 年销售额 20.87 亿美元, 其旗下包括知名防晒品牌“香蕉船”和“夏威夷热带”。经过多年的持续开发, 公司 2021 年与 Playtex Manufacturing Inc. 建立业务关系, 公司向其销售的产品主要为奥克立林 (OCT)、原膜散酯 (HMS)、阿伏苯宗 (AVB) 等。

Formulated Solutions, LLC 成立于 1999 年, 为美国 CDMO 公司, 采购公司产品主要用于药妆开发及代工生产“Sun Bum”、“香蕉船”、“夏威夷热带”、“Coppertone”等美国知名防晒品牌产品。2019 年公司与 Sun Bum LLC 建立业务关系并由其指定代工厂 Formulated Solutions, LLC 直接采购, 2021 年及 2022 年 1-9 月对其销售增长较快。

22 年 Formulated Solutions, LLC /Playtex Manufacturing Inc. 已贡献营收 13,667.67/12,096.42 万元, 收入占比达到 8%/7%。公司对上述两家公司销售增长较快的主要原因系美国防晒市场受亚什兰 2020 年开始退出防晒业务, 以及 2021 年部分原材料供应紧张和航运不畅等因素影响, 市场变化较为剧烈; 公司把握市场机遇, 基于自身稳定的产品供应体系, 2021 年开始加大对美国市场的拓展力度, 上述两家公司涉及的相关产品在美国防晒市场占有率较高, 公司已成为其防晒剂的主要供应商, 建立了稳固的合作关系。

欧莱雅: 新品 EHT 带动合作规模持续扩大。欧莱雅自 2014 年与公司开始合作, 19 年-22Q1-Q3 分别为公司第 11 大、第 10 大、第 6 大和第 5 大客户, 采购公司产品后主要向欧洲销售。马鞍山科思的新型防晒剂辛基三嗪酮 (EHT) 于 2021 年下半年实现销售, 并主要向欧莱雅、拜尔斯道夫及帝斯曼销售; 同时, 由于防晒市场需求旺盛, 欧莱雅采购公司阿伏苯宗 (AVB) 和奥克立林 (OCT) 等产品销量也有所增长。

图表36: 15-18 年公司前五大客户营收 (万元)

2015		2016		2017		2018	
客户名称	销售额	客户名称	销售额	客户名称	销售额	客户名称	销售额
Sun Cel Inc.	45670.69	帝斯曼	16,810.49	帝斯曼	20024.87	帝斯曼	41865.59
帝斯曼	45023.85	德之馨	8,243.96	德之馨	7712.79	德之馨	8456.53
台耀化学	32519.63	Sun Cel Inc.	5,024.86	亚什兰	7656.75	亚什兰	6174.34
ISP (Singapore) Pte Ltd.	30510.47	台耀化学	4,663.04	Sun Cel Inc.	4258.37	奇华顿	5937.15
Symrise S.de R.L. de C.V.	29852.51	奇华顿	4,500.19	奇华顿	4096.69	拜尔斯道夫	4091.82

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表37: 19-22 年公司前五大客户营收 (万元)

2019		2020		2021		2022	
客户名称	销售额	客户名称	销售额	客户名称	销售额	客户名称	销售额
帝斯曼	44585.92	帝斯曼	43630.92	帝斯曼	42031.07	帝斯曼	61976.56
亚什兰	10639.32	奇华顿	6566.95	奇华顿	6002.96	Formulated Solutions, LLC	13667.67
德之馨	6850.86	德之馨	4677.25	德之馨	5133.11	Playtex Manufacturing Inc.	12096.42
奇华顿	6183.07	拜尔斯道夫	4621.19	拜尔斯道夫	4867.15	拜尔斯道夫	11475.95
上海禾稼贸易有限公司	3908.73	上海禾稼贸易有限公司	3677.70	上海禾稼贸易有限公司	4287.09	欧莱雅	9992.69

资料来源: 公司公告, 华泰研究

市场洞察敏锐, 选品能力持续得到验证

AVB 原料优势奠定先手: 在传统防晒剂领域, 公司以香精香料业务起家、依托中间体原料优势, 后发切入 AVB 做到全球份额领先。

前瞻布局, 把握新品扩容带来的增长红利: 新型防晒剂领域, 公司站在巨人肩膀上, 与帝斯曼合作开发、瞄准市场时机推出 P-S 产品, 研发能力再提升, 站上发展的新台阶, 后续自研 EHT/PA, 带来新增长点。

以 PO 进军洗护赛道, 再次彰显公司敏锐的市场洞察及产品落地执行能力。2021 年 11 月, ZPT 被列入欧洲化妆品法规附件 II 禁用成分清单, 2022 年 3 月 1 日正式生效, 去屑剂 ZPT 在欧盟化妆品中被正式禁用。22 年 11 月, 公司去屑剂新品 Coscare PO 即已亮相。

未来大有可为, 对标龙头发展上限较高

我们认为原料是决定化妆品功效差异化的重要环节, 功效新政有望提高产业链生产研发门槛, 功能属性重要性将愈发凸显, 上游原料环节产业链附加值有望提升, 沿微笑曲线上移。而全球视角来看, 原料领域海外可对标龙头品种大而全、终端应用布局广泛 (营养健康/食品饮料/个护/医药等), 具有较高发展上限。

图表38: 化妆品上游原料环节海外龙头企业

证券代码	公司名称	交易币种	总市值 (亿)	市盈率 PE (TTM)	营业收入 (亿)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	研发费用率 (%)	财务费用率 (%)	销售及管理费用率 (%)
BAS.DF	巴斯夫	EUR	411.17	-143.77	694.13	26.31	5.52	9.22	3.17	0.84	14.30
EVK.DF	赢创工业	EUR	82.44	30.20	147.55	27.28	6.93	11.39	3.09	1.20	15.48
ASH.N	亚什兰	USD	45.14	20.06	26.13	31.27	10.13	8.22	2.47	3.57	21.14
GIVN.SIX	奇华顿	CHF	276.64	42.96	63.71	41.30	11.88	19.83	8.27	1.29	18.43
IFF.N	国际香料香精	USD	195.40	-9.21	76.60	37.97	2.43	2.86	6.37	2.76	24.47
SY1.DF	德之馨	EUR	141.31	50.47	37.05	38.90	8.63	12.83	5.99	1.61	20.80
CLZNY.OO	科莱恩	CHF	48.10	52.49	44.47	28.38	8.08	13.25	3.94	2.15	21.27

注: 数据截至 23 年 6 月 1 日, 财务数据为 22 年报数据。巴斯夫与国际香料香精公司市盈率 PE 为负数, 系两家公司 22 年净利润为负。22 年, 巴斯夫受能源成本上升、对股权投资计提大额减值, 国际香料香精公司 22 年计提巨额商誉减值达 22.5 亿美元, 两家公司净利润为负。

资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

图表39: 海外龙头持续推进收购, 整合细分领域小而美标的

收购时间	收购主体	被收购公司	收购对价	被收购公司主营业务情况
23 年 2 月	奇华顿	Amyris-化妆品原料业务	-	合成生物学原料, 旗下产品包括润肤剂 Neossance® Squalane、植物基硅酮替代品 Neossance® Hemisqualane、可持续防晒剂等。化妆品原料业务 22 年营收大约 3000 万美元
23 年 2 月	禾大 Croda	Solus Biotech	总对价 3500 亿韩元 (2.32 亿英镑)	生物技术企业, BIOTech 业务板块覆盖医药品、化妆品、食品领域的生物材料。22 年营收 3100 万美元
23 年 4 月	帝斯曼	Adare Biome	2.75 亿欧元 (100%持股)	主要产品为后生元
22 年 1 月和 4 月	德之馨	Neroli Invest DL 和 SFA Romani	-	高端香水。Neroli 和 SFA 年度营收合计超过 0.4 亿欧元
21 年 8 月	科莱恩	Beraca	收购对价未披露, 100%控股	个人护理品天然原料, 主要产品为脂肪、油脂和植物萃取物等。20 年营收 1500 万美元
21 年 7 月	帝斯曼	Midori USA, Inc.	6300 万美元 (100%控股)	益生元, 用于动物饲料, 向全球 100 多个国家销售超过 65 种产品
21 年 6 月	赢创	Infinitec Activos	-	化妆品天然活性物, 拥有活性成分自动靶向专利技术、基于聚乳酸-羟基乙酸共聚物 (PLGA) 的传导系统技术等。20 年营收 122 亿欧元
21 年 1 月	亚什兰	Sch ü lke & Mayr GmbH	2.625 亿欧元 (100%控股)	医用和化妆品级个人护理产品及防腐产品, 拥有 20 家子公司、全球 1300 多名员工, 产品销往 100 多个国家

资料来源: 各公司官网, 华泰研究

图表40: 横向对比来看, 公司以防晒剂切入、持续拓展品类的个护品原料赛道兼具规模效应、高附加值、较优市场格局及较好发展前景

公司名称	类型	主要品种	产能/产量 (2022年)	技术路线	业务毛利率 (18-22年平均)	价格 (2022年)
鹭宇科技	表面活性剂	AES、LAS等	产能112万吨	化学合成法	12.74%	AES平均0.7万元/吨、
丽臣实业	表面活性剂	AES、LAS等	产能43万吨	化学合成法	16.39%	AES平均0.7万元/吨、
金三江	摩擦剂/增稠剂	二氧化硅	产能2.6万吨, 另有6万吨产线处于调试阶段	化学合成法	34.95%	平均1万元/吨
新瀚新材	化妆品防腐剂	HAP (对羟基苯乙酮)	产能533吨 (2020年)	化学合成法	32.84%	平均0.9万元/吨
嘉必优	活性物	ARA (花生四烯酸)	产量508吨	微生物发酵法	52.63%	50万元/吨
		DHA (二十二碳六烯酸)	产量135吨	微生物发酵法	46.20%	43万元/吨
		SA (N-乙酰神经氨酸)	产量6吨	微生物发酵法	56.56%	490万元/吨
华熙生物	玻尿酸产品	玻尿酸、D-泛酸钙、α-熊果苷等	产能6万吨	微生物发酵法	74.82%	350万元/吨
天赐材料	锂离子电池材料	电解液、磷酸铁锂	产能51.1万吨	化学合成法	38.97%	2万元/吨
	个人护理品材料	表面活性剂、硅油等	产能7.8万吨	化学合成法	30.71%	4.8万元/吨
新和成	营养品	维生素类、氨基酸类和色素类	-	"化工+""生物+"	35.96%	-
	香精香料	芳樟醇、柠檬醛、叶醇等	-	"化工+""生物+"	49.55%	-
百龙创园	功能糖	益生元系列 (低聚果糖、低聚异麦芽糖等)	产量1.9万吨	生物发酵	51.44%	-
		膳食纤维系列 (抗性糊精、聚葡萄糖)	产量2.8万吨	生物发酵	31.42%	1.3万元/吨
		健康甜味剂 (阿洛酮糖、异麦芽酮糖)	产量0.4万吨	生物发酵	41.99%	1.2万元/吨
保龄宝	功能糖	糖醇	-	酶工程、发酵工程	18.61%	2.4万元/吨
		低聚糖	-	酶工程、发酵工程	19.92%	-
		果葡糖浆	-	酶工程、发酵工程	26.41%	-
	淀粉糖	麦芽糊精	-	酶工程、发酵工程	8.17%	-
	饲料类	单一饲料、添加剂预混合饲料等	-	-	8.65%	-
台华新材	锦纶长丝	PA6、PA66、再生	产量15万吨	化学合成法	4.35%	-
	坯布	锦纶坯布、涤纶坯布	产量34850万米	化学合成法	19.72%	1.4万元/吨
	成品面料	锦纶成品面料、涤纶成品面料	产量8707万米	化学合成法	25.78%	3.1万元/万米

资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

考虑全球防晒剂需求依然旺盛, 调高 23-25 年 EPS 至 3.83/4.58/5.77 元 (前值 3.27/4.38/5.66 元), 可比公司 23 年 Wind 一致预期 PE 均值为 32 倍, 公司存在技术路径差异, 但考虑成长逻辑逐渐明晰, 给予公司 23 年 32 倍 PE, 目标价 122.56 元 (前值 98.10 元), 维持“买入”评级。

图表41：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE 2023	预测 PE 2024
688089 CH	嘉必优	34.19	61.66	23.40	17.60
688639 CH	华恒生物	174.47	50.42	39.32	27.26
688363 CH	华熙生物	438.62	45.14	34.44	26.83
	平均值	215.76	52.41	32.39	23.90

注：交易数据截至6月5日，皆为Wind一致盈利预测；

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

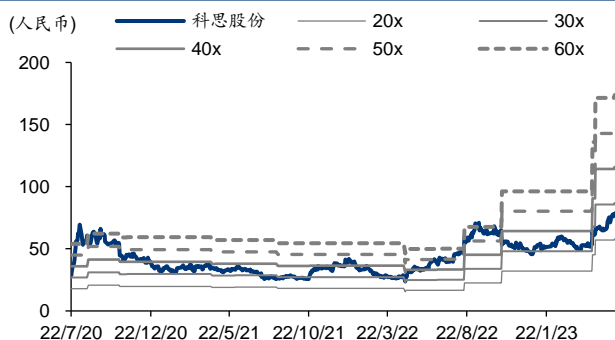
原料成本波动。公司产品的原材料包括大宗和精细化学品，其价格变动在一定程度上受到上游原油等大宗商品价格波动的影响，但大宗和精细化学品与原油价格波动的相关性强弱不同。在上游原材料价格出现大幅上涨的情况时，公司通常会积极与下游客户协商进行价格调整，但受与客户的定价周期、市场竞争格局等因素的影响，公司对部分大客户的产品价格传导机制具有一定的滞后性，短期盈利能力可能会受到影响。

市场竞争加剧。若玩家增加/市场竞争加剧，可能导致供给增加，进而影响公司订单价格，从而削弱公司利润率水平。

汇率大幅波动。公司外销业务收入占比较高，当汇率出现较大波动时，汇兑损益对公司经营业绩会造成一定的影响。公司拟开展远期结售汇业务，以减少外汇汇率波动带来的风险；而若在在汇率行情变动较大的情况下，若远期结售汇交易确认书约定的外币兑人民币汇率低于交割时实时汇率，将对公司造成一定的汇兑损失。

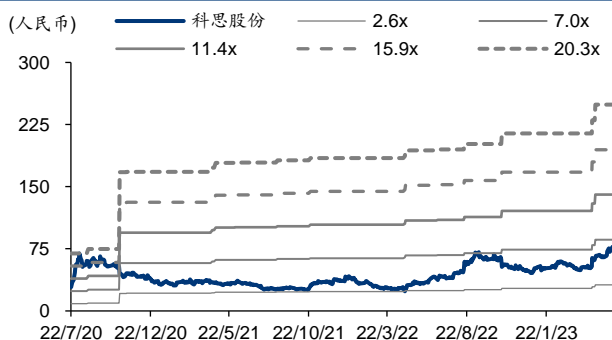
新品拓展较慢。新品爬坡节奏较慢/客户认证周期较慢/订单获取较慢均可能影响公司成长节奏。

图表42：科思股份 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表43：科思股份 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,075	1,331	1,869	2,544	3,096
现金	212.43	544.17	815.54	1,095	1,467
应收账款	165.79	291.45	393.81	526.02	616.70
其他应收账款	0.85	0.70	1.63	1.50	2.38
预付账款	3.54	5.14	7.86	9.59	12.09
存货	336.38	453.72	614.25	876.06	961.35
其他流动资产	355.98	35.92	35.92	35.92	35.92
非流动资产	761.08	939.43	1,292	1,618	1,898
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	604.68	672.46	1,012	1,327	1,597
无形资产	46.13	89.95	99.26	106.60	115.00
其他非流动资产	110.28	177.02	180.20	184.56	185.84
资产总计	1,836	2,271	3,161	4,162	4,993
流动负债	225.09	283.62	525.55	750.52	605.04
短期借款	0.00	0.00	121.28	264.41	32.85
应付账款	176.27	191.95	305.77	388.78	467.54
其他流动负债	48.82	91.67	98.49	97.33	104.66
非流动负债	21.30	41.45	41.45	41.45	41.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.30	41.45	41.45	41.45	41.45
负债合计	246.38	325.07	567.00	791.98	646.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	112.88	169.32	169.32	169.32	169.32
资本公积	879.70	823.26	823.26	823.26	823.26
留存公积	594.92	949.20	1,597	2,373	3,351
归属母公司股东权益	1,590	1,945	2,594	3,370	4,347
负债和股东权益	1,836	2,271	3,161	4,162	4,993

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	152.05	287.22	591.59	596.14	1,052
净利润	132.87	388.14	648.22	776.05	977.25
折旧摊销	74.07	93.63	96.41	138.62	180.83
财务费用	9.29	(26.45)	(3.47)	0.78	(7.37)
投资损失	(15.71)	(5.38)	(5.38)	(5.38)	(5.38)
营运资金变动	(51.22)	(194.45)	(138.31)	(305.44)	(81.38)
其他经营现金	2.77	31.73	(5.89)	(8.49)	(12.05)
投资活动现金	(38.97)	74.58	(443.12)	(459.32)	(455.17)
资本支出	(210.24)	(261.54)	(448.14)	(464.23)	(459.96)
长期投资	151.82	330.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	19.44	6.12	5.02	4.91	4.79
筹资活动现金	(19.13)	(38.79)	97.24	(27.80)	(28.40)
短期借款	0.00	0.00	121.28	143.13	(231.56)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	56.44	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(56.44)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(19.13)	(38.79)	(24.04)	(170.93)	203.17
现金净增加额	90.70	331.69	245.71	109.03	568.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,090	1,765	2,645	3,550	4,411
营业成本	798.59	1,118	1,511	2,109	2,600
营业税金及附加	8.66	12.92	20.39	27.37	34.00
营业费用	12.85	17.06	52.90	71.01	88.21
管理费用	82.16	106.40	166.63	238.22	295.51
财务费用	9.29	(26.45)	(3.47)	0.78	(7.37)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16
投资净收益	15.71	5.38	5.38	5.38	5.38
营业利润	156.90	463.68	772.81	924.74	1,164
营业外收入	0.58	1.50	1.50	1.50	1.50
营业外支出	2.69	3.83	3.83	3.83	3.83
利润总额	154.79	461.35	770.48	922.41	1,162
所得税	21.93	73.21	122.26	146.37	184.32
净利润	132.87	388.14	648.22	776.05	977.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	132.87	388.14	648.22	776.05	977.25
EBITDA	228.85	552.98	850.21	1,044	1,313
EPS (人民币, 基本)	1.18	2.29	3.83	4.58	5.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	8.13	61.85	49.87	34.23	24.23
营业利润	(19.64)	195.53	66.67	19.66	25.86
归属母公司净利润	(18.72)	192.13	67.01	19.72	25.93
获利能力 (%)					
毛利率	26.76	36.66	42.87	40.61	41.06
净利率	12.18	21.99	24.51	21.86	22.16
ROE	8.67	21.96	28.56	26.03	25.33
ROIC	12.65	28.35	34.11	30.48	33.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.42	14.32	17.94	19.03	12.95
净负债比率 (%)	(12.52)	(27.35)	(26.38)	(24.34)	(32.76)
流动比率	4.78	4.69	3.56	3.39	5.12
速动比率	3.15	2.95	2.30	2.16	3.45
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.86	0.97	0.97	0.96
应收账款周转率	7.15	7.72	7.72	7.72	7.72
应付账款周转率	4.96	6.07	6.07	6.07	6.07
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	2.29	3.83	4.58	5.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.70	3.49	3.52	6.21
每股净资产(最新摊薄)	9.39	11.49	15.32	19.90	25.67
估值比率					
PE (倍)	100.87	34.53	20.67	17.27	13.71
PB (倍)	8.43	6.89	5.17	3.98	3.08
EV EBITDA (倍)	56.25	23.27	14.96	12.05	9.12

免责声明

分析师声明

本人, 孙丹阳、林寰宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师孙丹阳、林震宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司