



## 出行增加带动防晒化妆品需求上涨，防晒剂龙头业绩持续向好 —科思股份（300856.SZ）投资价值分析报告

### ● 防晒意识增强、出行增加带动防晒化妆品行业需求上涨

根据国家统计局数据，3 月份，我国旅客客运量同比增长 67.70%，出行增加以及防晒意识增强，有望带动防晒化妆品行业大幅增长。根据欧睿数据，预计 2023 年全球防晒护理市场规模将同比增长 8.74%，预计国内防晒护理市场将同比增长 15.86%。同时国内人均可支配收入进一步增长，将带动化妆品消费升级，知名化妆品品牌商市场份额有望进一步提升，化妆品活性成分原料供应商有望随之进一步增长。

### ● 行业需求复苏带动 2023 年业绩向好

公司所处行业专业性较强，下游化妆品品牌商对化妆品活性成分生产企业采取了较为严格的合格供应商管理模式，公司凭借产品质量、成本优势等与国际知名化妆品品牌商多年稳定合作，同时公司积极开拓国内本土品牌商，随着防晒化妆品市场在 2023 年迎来复苏，公司业绩有望迎来大幅增长。

### ● 新产品、新产能落地进一步丰富产品结构，提升整体竞争力

公司布局的高端个人护理品项目预计在 2023 年末达到预定可使用状态，有望进一步丰富公司产品结构，提升公司竞争力。公司下游客户为知名化妆品品牌商，在保湿、美白等领域同样占据较高市场份额，公司有望借助防晒剂销售渠道，带动其他品类销售，产能利用率有望进一步提升。新产品毛利率水平较高，有望带动整体毛利率水平进一步增长。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 23.58、30.74、40.38 亿元，YOY 分别为 33.58%、30.38%、31.35%；EPS 分别为 2.93、3.95、5.07 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 82.04 元/股，公司估值水平低于可比公司，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

主要原材料价格波动风险、汇率波动的风险、环保风险、安全生产风险、国际市场风险

### ● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1764.82	2357.60	3073.90	4037.63
YOY	61.85%	33.58%	30.38%	31.35%
归母净利润	388.14	495.50	668.54	858.48
EPS	2.29	2.93	3.95	5.07
P/E	28.84	22.59	16.74	13.04

数据来源：公司公告，华通证券研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券研究部

美容护理行业组

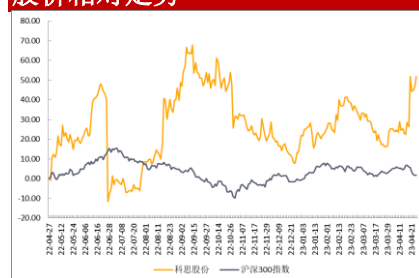
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

### 主要数据 2023.5.8

收盘价（元）	66.11
一年中最低/最高（元）	37.12/72.55
总市值（亿元）	111.90
ROE（加权）	7.91%
PE（TTM）	22.83

### 股价相对走势





## 目录

一、公司所属主要行业情况分析 .....	5
1.1 防晒剂行业 .....	5
1.2 香料香精行业 .....	8
二、公司主要业务板块经营情况分析 .....	10
2.1 公司主营业务及产品介绍 .....	10
2.2 公司经营业绩情况 .....	10
2.3 公司核心资源和竞争优势分析 .....	12
2.3.1 产品体系丰富 .....	12
2.3.2 客户优势 .....	12
2.3.3 研发优势 .....	13
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析 .....	14
三、2023-2025 年公司整体业绩预测 .....	16
四、公司估值分析 .....	17
4.1 P/E 模型估值 .....	17
4.2 PEG 模型 .....	18
4.3 DCF 模型 .....	18
五、公司未来六个月内投资建议 .....	19
5.1 公司股价催化剂分析 .....	19
5.2 公司六个月内的目标价 .....	19
六、公司投资评级 .....	19
七、风险提示 .....	20



## 图表目录

图 1: 全球防晒护理市场公司份额.....	6
图 2: 中国防晒护理市场公司份额.....	6
图 3: 全中国人口的收入阶层变化 (单位: 百万人) .....	6
图 4: 商品零售及化妆品类零售增速.....	7
图 5: 旅客运输量增速.....	7
图 6: 全球防晒护理市场规模预测.....	8
图 7: 中国防晒护理市场规模预测.....	8
图 8: 2020 年全球香精香料竞争格局.....	9
图 9: 全球香精香料市场规模及增速.....	9
图 10: 中国香精香料市场规模及增速.....	9
图 11: 公司所处行业上下游情况.....	10
图 12: 公司营业收入及增速.....	11
图 13: 公司归母净利润及增速.....	11
图 14: 公司毛利率及净利率走势.....	11
图 15: 公司费用率走势.....	11
图 16: 公司营收构成.....	12
图 17: 分产品毛利率走势.....	12
图 18: 研发费用及研发费用率.....	14
图 19:可比公司存货周转率对比.....	14
图 20:可比公司应收账款周转率对比.....	14
图 21:可比公司总资产周转率对比.....	15
图 22:可比公司销售费用率对比.....	15
图 23:可比公司管理费用率对比.....	15
图 24:可比公司财务费用率对比.....	15
图 25:可比公司毛利率对比.....	16
图 26:可比公司净利率对比.....	16
图 27:可比公司 ROE 对比.....	16
图 28:可比公司 PE(TTM)对比.....	18
表 1: 物理防晒与化学防晒对比.....	5
表 2: UVA、UVB、UVC 对比.....	5



---

表 3: 主要产品的产能情况.....	12
表 4: 公司前 5 大客户销售额情况.....	13
表 5:2023-2025 年公司收入预测 .....	17
表 6:可比公司估值表 (截止 2023 年 4 月 27 日) .....	18
表 7:DCF 模型估值.....	18



## 一、公司所属主要行业情况分析

### 1.1 防晒剂行业

化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物，主要原料通常分通用基质原料和各类化妆品添加剂。化妆品添加剂除了包括：香精香料、化妆品用色素、化妆品用防腐剂、抗氧化剂外，还包括：防晒、保湿、美白、控油、嫩肤、除皱等化妆品活性成分，化妆品通过添加各种有效的活性成分来实现相应清洁、护肤、美容等功能。

防晒剂是防晒化妆品的主要成分之一，我国《化妆品安全技术规范（2015年）》中批准使用的防晒剂共有27种，除二氧化钛和氧化锌两种物理防晒剂外，其余25种均为化学防晒剂。两者在安全性、起效时间、持续时间等方面存在差异，在防晒人群和场景更加丰富，防晒功能需求更加综合的背景下，厂商更加注重多种成分搭配以达到稳定成分、协同增效的效果。

表 1：物理防晒与化学防晒对比

	物理防晒	化学防晒
安全性	安全性、稳定性较高	存在渗入皮肤或过敏刺激等风险
起效时间	立即起效	有一定等待时间
持续时间	较长	较短，通常2-3小时需要补防晒
使用体验	存在油腻、假白及厚重等副作用	通常较为清爽

资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

根据波长及对人体影响的不同，紫外线可分为三个波段，分别为长波紫外线（UVA）、中波紫外线（UVB）和短波紫外线（UVC）。此前，传统防晒主要关注会造成即时、严重皮肤损害的UVB，而忽略影响较为慢性的UVA。随着消费者对于防晒意识的提升，兼具防御UVB与UVA功能的广谱防晒产品更受青睐。

表 2：UVA、UVB、UVC 对比

	UVA	UVB	UVC
波长	320-400nm (长波)	280-320nm (中波)	200-280nm (短波)
对人体损害	可达皮肤真皮层，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	对人体组织造成损害
	均是诱发皮肤癌的刺激因子		
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	一般无法到达地表，不会对人体造成影响
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	某些职业（如电焊）或使用人工光源可能受到损害

资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

根据欧睿数据，全球防晒护理市场竞争格局较为稳定，欧莱雅、拜尔斯道夫市场份额始



终位于前列，且稳中有升，2022 年两者市场份额分别为 13.60%、11.50%，强生、埃奇韦尔、资生堂市场份额分别为 5.70%、5.30%、5.20%。中国防晒护理市场主要被资生堂、欧莱雅等大型跨国化妆品公司占据，2022 年资生堂、欧莱雅市场份额逐步提升，两者市场份额分别为 14.80%、9.90%。

图 1：全球防晒护理市场公司份额

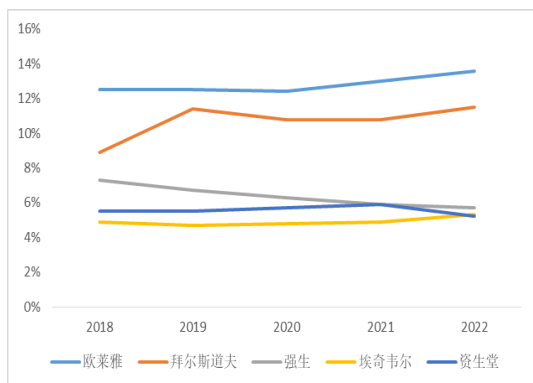
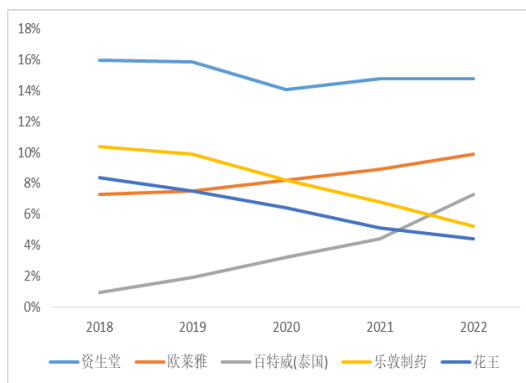


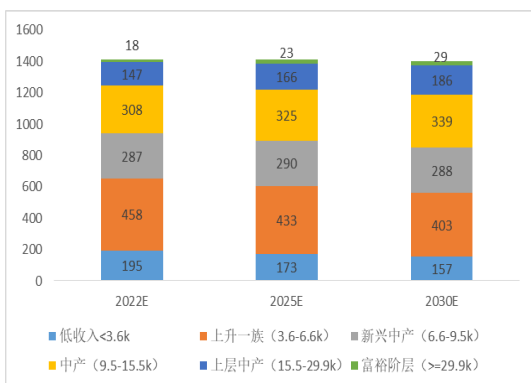
图 2：中国防晒护理市场公司份额



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

根据 BCG 预测，2022 年到 2030 年，我国预计将新增 8,000 万新中产及以上人口。其中，到 2025 年，我国月均家庭税后可支配收入介于 9.5-15.5k 的中产阶级人均将达到 3.25 亿人，月均家庭税后可支配收入介于 15.5-29.9k 的上层中产将达到 1.66 亿人，月均家庭税后可支配收入大于 29.9k 的富裕阶层将达到 2,300 万人。人均可支配收入的增加将进一步提升防晒需求，同时有望带动化妆品消费升级，知名化妆品品牌商有望进一步增加市场份额。

图 3：全中国人口的收入阶层变化（单位：百万人）



数据来源：BCG，华通证券研究部

由于化妆品活性成分直接关系到化妆品的效果和消费者安全，因此下游客户对于化妆品活性成分的采购通常具有集中化特点，除非出现质量问题不会轻易更换。在这样的环境之下，化妆品活性成分的市场集中度较高，各细分领域内都由规模较大的传统化工企业占据主导地位，众多小型厂家只能占据少数低端市场份额展开激烈竞争。

防晒剂主要厂商包括巴斯夫、德之馨、帝斯曼、科思股份和美峰化工，国内龙头正处于由代工向品牌化转变阶段。与国际知名企业相比，国内企业整体在产销规模、产品结构和技



术水平方面仍存在一定差距。目前以科思股份为代表的少数优势企业经过长期研发积累和市場培育，开始凭借较好的技术水平、稳定的产品质量和显著的成本优势进入到国际化妆品行业的采购体系。

根据美丽修行大数据显示，尽管受到疫情影响，防晒品类关注度近三年复合增长率高达67.32%，消费者对防晒的关注度增长率远超其他护肤品类。站内用户调研显示，58%的用户表示重视日常的防晒，其中白领人群日常防晒意识更强。使用防晒产品的频次上，71%的用户坚持每日使用，78%有补涂习惯，都市白领更偏好每日使用一次，学生党更偏好每日多次使用。使用防晒产品的场景上，通勤、户外是前两大使用场景，66%用户户外使用。

根据国家统计局数据，2023年1-3月社会消费品零售总额中商品零售102,786亿元，同比增长4.9%，限额以上企业化妆品零售额1,043亿元，同比增长5.9%。3月份，全国城市轨道交通客运量同比增长58.9%，较2019年月均客运量增长27.9%。旅客客运量同比增长67.70%，其中铁路客运量、水路客运量及民航客运量大幅增长，增速分别达到176.40%、179.10%、197.30%。从清明假期看，国内旅游出游人次较2022年清明节当日增长29.1%。我国旅游相关消费快速恢复态势继续显现，居民出行及户外活动时间增加有望带动防晒化妆品消费增长。

图 4：商品零售及化妆品类零售增速

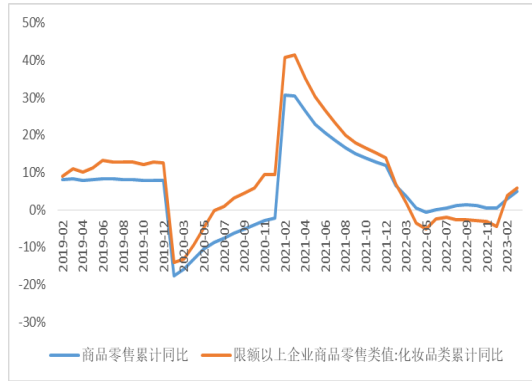
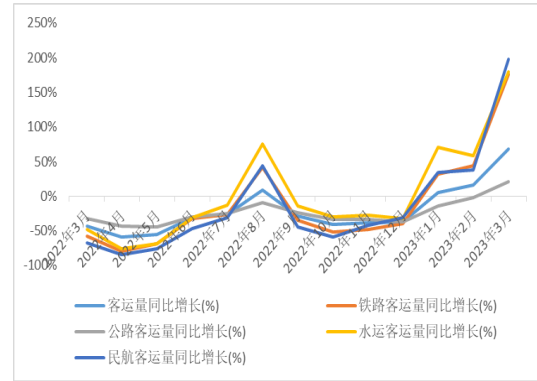


图 5：旅客运输量增速



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

根据欧睿数据，预计2023年全球防晒护理市场规模将达到145.22亿美元，较上年增长8.74%，2027年全球市场规模将达到190.92亿美元，5年复合增速为7.41%。其中，中国防晒护理市场将在2023年迎来大幅增长，预计2023年中国防晒护理市场规模将达到182.83亿元，较上年增长15.86%，预计2027年中国市场规模将达到249.17亿元，5年复合增速为9.57%。





图 6：全球防晒护理市场规模预测

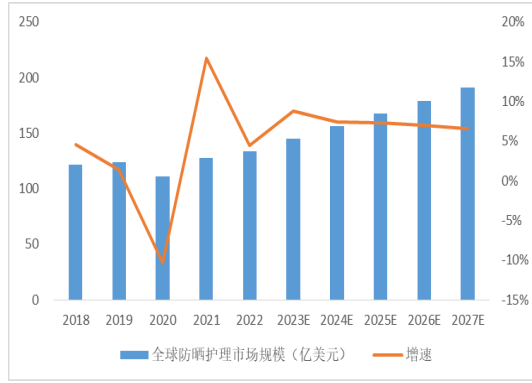
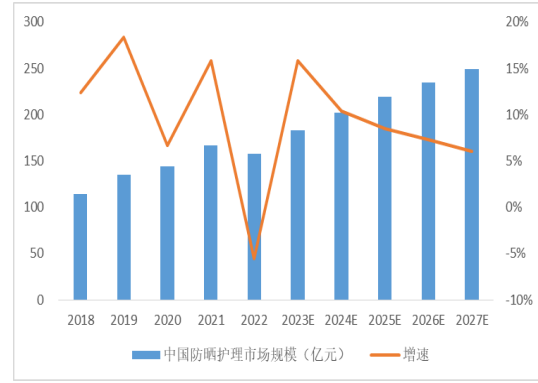


图 7：中国防晒护理市场规模预测



数据来源：欧睿数据，华通证券研究部

随着消费者日常防晒意识的增强，对防晒需求从面部延伸到唇部等其他部位，因此除常规的防晒霜、防晒乳之外，其他类型的化妆品也开始注重防晒功能，防晒剂的应用领域也越发广泛，在唇膏、面霜、眼霜中都有应用。根据欧睿数据，2016 年至 2021 年，全球防晒剂消耗量由约 44,000 吨增长至约 52,000 吨，年均复合增长率约 4%，这其中亚太区域市场将成为防晒剂消耗量增长的主要驱动力，其增速将远超过其他区域。受益于防晒化妆品市场规模增长，作为主要成分之一的防晒剂市场规模有望随着增长。

## 1.2 香料香精行业

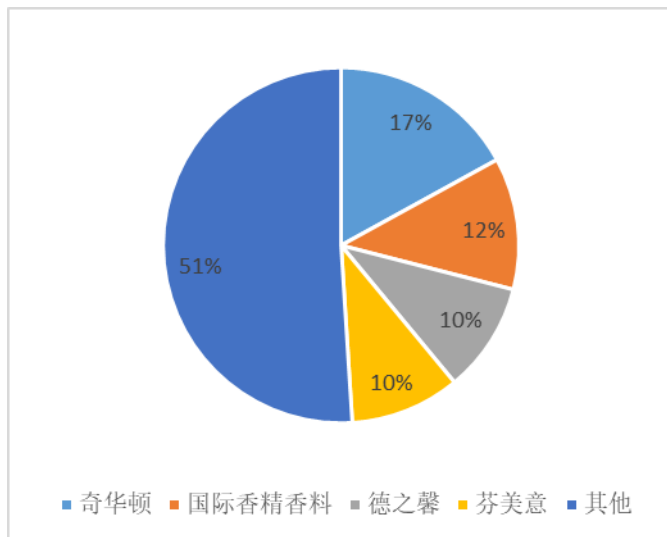
香料是调配香精的原料，香精则是与人类社会生活密切相关的特殊产品，素有“工业味精”之称，其产品广泛应用于食品行业、日用化工业、制药业、烟业、纺织业、皮革业等各个行业。从来源方面来看，香料主要可分为天然香料和合成香料两大类，而天然香料又可分为植物性天然香料、天然单体香料和动物性天然香料三种。而香精根据其应用主要可分为食用香精、日化香精、烟草香精及其它香精。

从行业应用情况来看，在全球香精香料市场中，食品用香料香精占比约为 56%，日用香料香精占比约为 44%。其中食品用香精主要应用于饮料行业、乳制品和香烟行业，市场份额占比分别为 34%、13%、22%；日用香料香精主要应用于香皂洗涤剂市场、化妆品市场以及高档香水市场，市场份额占比分别为 32%、27%、17%。

全球香料香精的销售额主要集中在全球前十大公司，公司主要集中在欧洲、美国以及日本，垄断高端市场；香料香精行业壁垒较高，预计未来市场格局趋于稳定。目前，世界前五大公司分别为奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏，自 2016 年以来合计销售额占全球销售额比超过 50%。



图 8：2020 年全球香精香料竞争格局



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

近年来，全球香料香精大公司纷纷实施产品结构调整，将合成香料生产转移至发展中国家或地区，其本土或国外投资的公司则以生产香精为主。从国内市场竞争格局看，外资企业凭借其著名的品牌、先进的技术、大规模的投入和规范的经营理念，在中国香料香精的中高档市场上已成为难以撼动的主体，领导着中国香料香精行业的潮流；中国本土香料香精企业数量虽多，但以中小企业为主，少数企业凭借着创新的技术优势、优良的性价比优势以及周到的售后服务，市场份额逐步提高。

随着全球经济的发展，人民生活水平得提高及对物质生活要求的提高，香料香精的市场需求不断增加，香精香料市场规模呈持续增长趋势。根据 Leffingwell&Associates 数据，国际香精香料市场规模持续稳定增长，2022 年全球香精香料市场规模 312 亿美元，5 年复合增长达 3.48%，预计 2023 年市场规模将达 322 亿美元，较上年增长 3.21%。

随着我国经济水平持续增长，食品、医药、饮料、日化等行业的规模不断扩张，带动我国香精香料行业的持续稳定的增长，根据中国香料香精化妆品工业协会、中商产业研究院数据，2022 年我国香精香料市场规模 499 亿元，5 年复合增长率 6.16%，2023 年我国将达 533 亿元，较上年增长 6.81%。

图 9：全球香精香料市场规模及增速

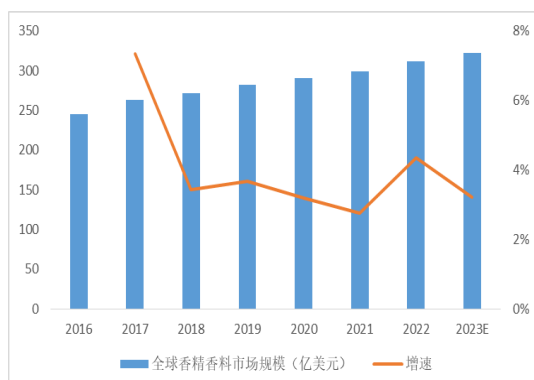
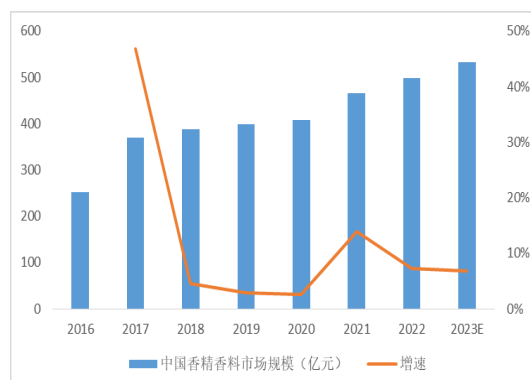


图 10：中国香精香料市场规模及增速





数据来源: Leffingwell&Associates, 香料香精化妆品工业协会, 中商产业研究院, 华通证券研究部

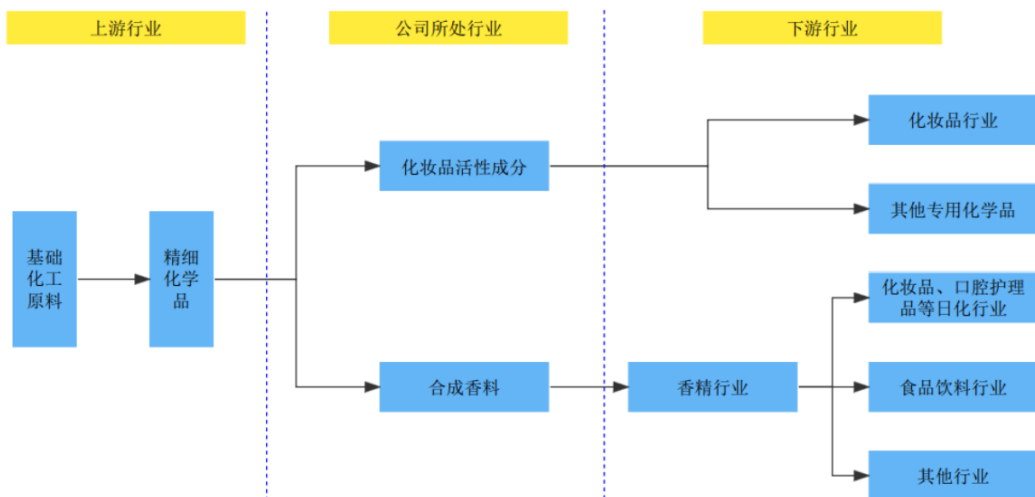
## 二、公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1 公司主营业务及产品介绍

科思股份成立于 2000 年 4 月, 公司主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售, 产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。防晒剂广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中, 是防晒化妆品的活性成分, 主要产品有阿伏苯宗 (AVB)、奥克利林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)、辛基三嗪酮 (EHT) 和二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA) 等。合成香料是通过化学合成方法生产的香料, 公司合成香料产品主要包括铃兰醛 (LLY)、合成茴脑 (AT)、2-萘乙酮 ( $\beta$ -U80)、对甲氧基苯甲醛 (PMOB)、对甲基苯乙酮 (TAP)、水杨酸苄酯 (BS) 和水杨酸正己酯 (NHS) 等, 主要在配制成各类香精后用于化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日化用品中。

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) 认证的日用化学品原料制造商之一。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, 并持续推出新产品, 涵盖了 UVA、UVB 的所有波段, 可为不同需求的下游客户提供其所需的产品。凭借完整的产品线和严格的品质管理, 公司在国际防晒剂市场占有率逐步提高, 同时公司从事合成香料的研发、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 11: 公司所处行业上下游情况



资料来源: 公司年报, 华通证券研究部

### 2.2 公司经营业绩情况

随着消费者防晒意识的增强, 以及国内外旅行出行的恢复, 防晒产品需求快速增长, 作



为防晒化妆品主要成分之一的防晒剂需求也随着快速增长。2023 年第一季度，公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 42.33%，实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 176.13%。

图 12：公司营业收入及增速

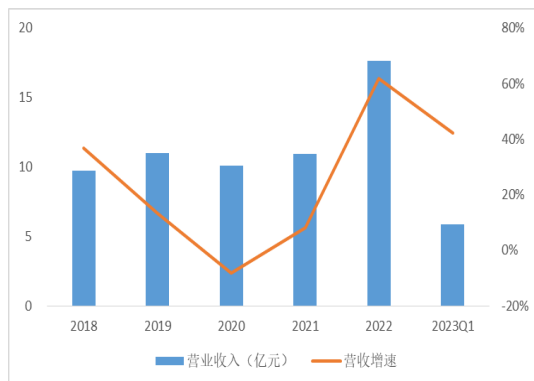
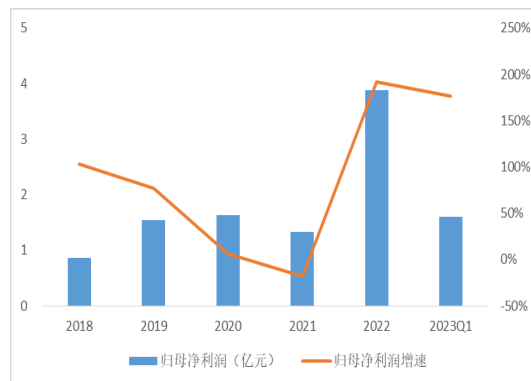


图 13：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

随着公司 2021 年四季度以来基于原材料和海运费价格大幅上涨采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放等因素，公司毛利率水平有所提升，2023 年一季度公司毛利率 49.04%，净利率为 27.26%。由于公司与下游化妆品品牌商客户已达成长期合作关系，公司销售费用较为稳定，一季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别是 1.97%、12.63%、1.06%。

图 14：公司毛利率及净利率走势

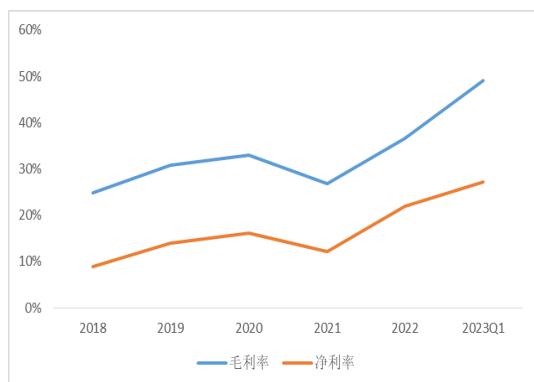
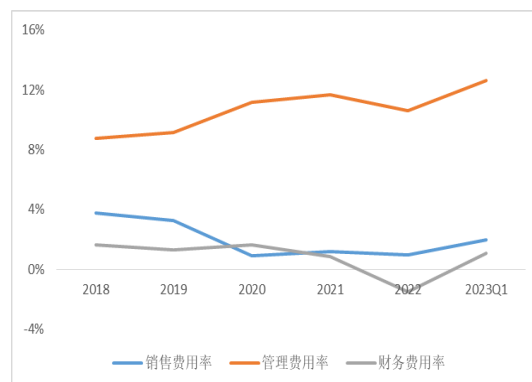


图 15：公司费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

分产品看，受益于需求提升、产能利用率增长等因素，化妆品活性成分营收及毛利率有所增长，合成香料业务受到洗涤、消毒杀菌类产品需求减弱的影响，市场竞争有所增加，营业收入和毛利率水平均有所回落。2022 年，化妆品活性成分及其原料、合成香料分别实现营业收入 14.41、2.89 亿元，分别较上年增长 97.14%、-10.54%。两者占营业收入比重为 81.65%、16.36%，化妆品活性成分占营收比重不断提升，两者毛利率分别是 36.66%、23.22%。



图 16：公司营收构成

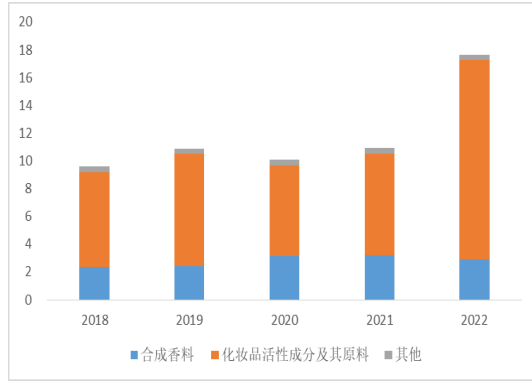
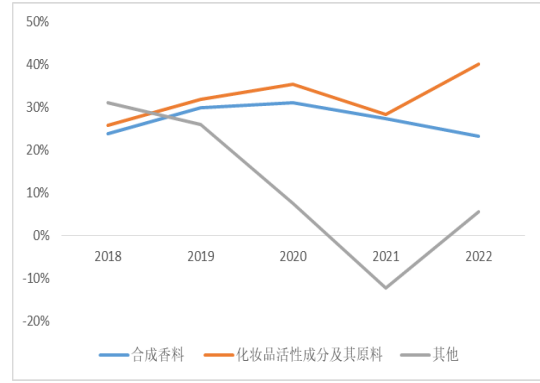


图 17：分产品毛利率走势



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

## 2.3 公司核心资源和竞争优势分析

### 2.3.1 产品体系丰富

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，除了使用量较大的传统化学防晒剂如阿伏苯宗（AVB）、原膜散酯（HMS）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）等新型防晒剂产品。公司同时是合成香料产品的主要生产厂家之一，丰富和全面的产品体系是公司在行业内竞争优势的重要体现。

公司阿伏苯宗产品在防晒业务体系内的竞争能力较强，受益于产线的协同效应，部分原料实现自供，产品毛利率较高。新型防晒剂主要应用于高端防晒品牌，目前行业仍在初期阶段，市场规模相对较小，未来随着公司产能逐步释放，有望带动公司毛利率水平进一步提升。

公司在安庆科思建设高端个人护理品项目，具体包括美白、保湿、清洁等功能性个人护理品原料，预计 2023 年末达到可使用状态，项目投产有望进一步丰富公司产品结构，公司有望借助防晒剂销售渠道，带动其他化妆品原料销售。

表 3：主要产品的产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
化妆品活性成分及其原料	27,070 吨/年	81.05%	20,800 吨/年	马鞍山科思 2000 吨/年防晒用二氧化钛项目已于报告期末建成并进入试生产阶段。 安庆科思高端个人护理品及合成香料项目（一期）、年产 2600 吨高端个人护理品项目和年产 3200 吨高端个人护理品项目正在工程建设过程中。
合成香料	16,400 吨/年	54.08%	-	-

资料来源：公司年报，华通证券研究部

### 2.3.2 客户优势

由于化妆品活性成分、合成香料等日用化学品的针对性和专业性较强，对于下游产品的



功能性和安全性都有着较程度的影响，因此下游客户对于化妆品活性成分、合成香料生产企业采取了较为严格的合格供应商管理模式。公司凭借产品质量优势、成本优势等已与客户多年稳定合作，市场占有率逐步提升。

公司下游客户基本涵盖了全球各国知名品牌化妆品生产企业和香精香料公司，公司产品已进入国际主流市场体系，防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等大型跨国化妆品公司和专用化学品公司。同时，随着国内市场的快速发展和本土品牌的兴起，公司逐步加大国内客户开发，目前已基本覆盖国内主流化妆品品牌商。公司合成香料业务主要客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。

化妆品消费升级趋势下，知名品牌商市场份额有望进一步增长，公司作为原料供应商也将随之迎来业绩增长。2022年，随着下游需求回升，公司前5大客户销售额10.92亿元，较上年增长75.46%，前5大客户销售额占年度销售总额61.88%，较上年提升4.80个百分点。

表 4：公司前 5 大客户销售额情况

	2021 年销售额	2022 年销售额	2022 年客户销售额占年度销售总额比例
客户 1	4.20	6.20	35.12%
客户 2	0.59	1.37	7.74%
客户 3	0.51	1.21	6.85%
客户 4	0.49	1.15	6.50%
客户 5	0.43	1.00	5.66%
合计	6.22	10.92	61.88%

资料来源：公司年报，华通证券研究部

### 2.3.3 研发优势

化学防晒剂中能够有效实现 UVA 防护的常用原料仅有 6 种，可选择性较低，且阿伏苯宗等部分原料存在光稳定性不足的缺点，行业内厂商通过多种成分搭配，以增强产品的整体防晒效能。因此，原料与配方创新是行业内企业增强自身产品市场竞争力的重要方式。公司研发中心密切关注行业发展及前沿技术，除对量产产品不断优化升级之外，还实施了多项新产品开发项目，具有持续迭代的多层次技术储备，能够根据市场需求的变化不断研发出新产品和新工艺，为公司的可持续发展提供技术保障。

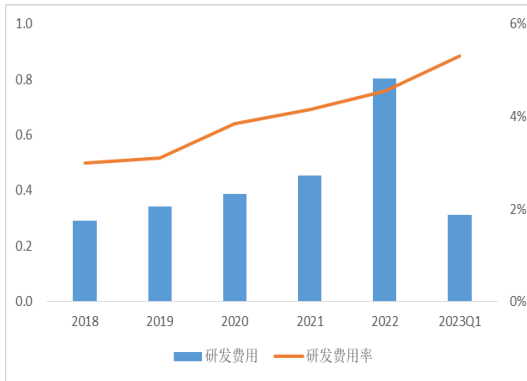
经过多年技术研发和生产技术积累，公司已经形成了自己的核心技术和特色生产工艺，如脱色-薄膜蒸馏纯化技术、高效循环节能技术、高选择性加氢技术、绿色氧化反应技术、相界面反应技术、Friedel-Crafts 烷基化/酰基化反应技术、纳米研磨技术、纳米包覆技术等。截至 2022 年 9 月末，公司共拥有 162 项专利，其中发明专利 35 项，涵盖公司大部分产品如对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、阿伏苯宗、原膜散酯等的制备工艺和生产设备。

公司研发人员及研发费用不断增长，2022 年公司研发人员 272 人，较上年增长 44.68%。



2022 年公司研发费用 0.80 亿元，较上年增长 77.43%。2023 年第一季度公司研发费用 0.31 亿元，占营业收入比重 5.32%。

图 18：研发费用及研发费用率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

## 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，由于科思股份业务包括化妆品防晒剂及合成香料，选取美容护理领域珀莱雅、贝泰妮、华熙生物，及化工领域天赐材料为可比公司。存货周转率方面，科思股份处于中等水平，科思股份、天赐材料、珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 2022 年存货周转率依次为 2.83、7.64、3.46、1.19、1.56；应收账款周转率方面，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 7.72、5.57、53.04、19.38、14.97；总资产周转率方面，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 0.86、1.13、1.23、0.80、0.79。

图 19:可比公司存货周转率对比

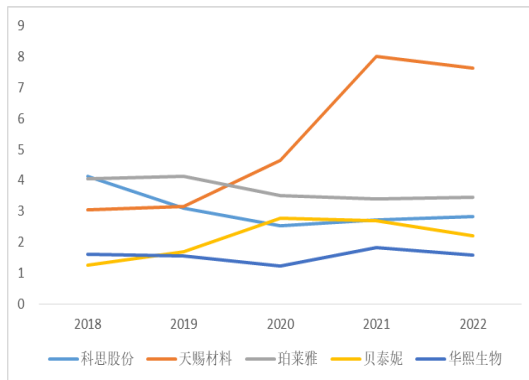


图 20:可比公司应收账款周转率对比

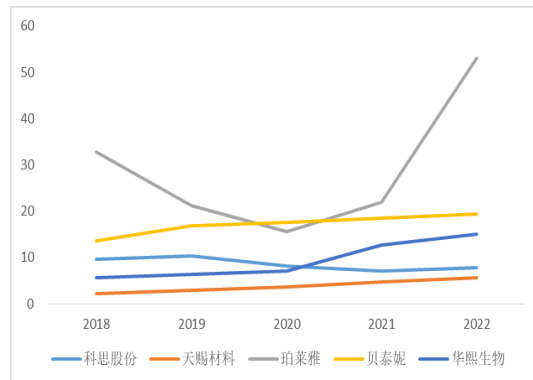
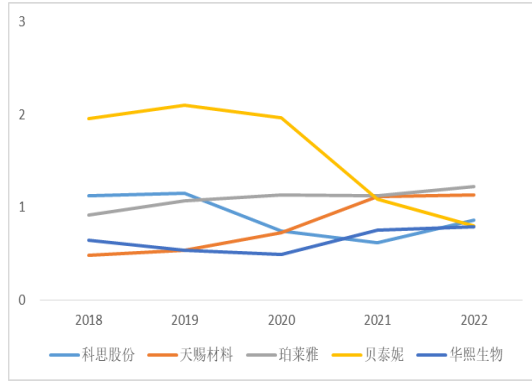




图 21:可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 对比化妆品品牌商, 科思股份销售费用率较低, 科思股份、天赐材料、珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 2022 销售费用率依次为 0.97%、0.49%、43.63%、40.84%、47.95%; 管理费用率方面, 科思股份在可比公司中处于中等水平, 上述公司 2022 管理费用率依次为 10.58%、6.46%、7.13%、11.92%、12.28%; 财务费用率方面, 科思股份财务费用率不断下降, 且在可比公司中处于较低水平, 上述公司 2022 财务费用率依次为 -1.50%、0.10%、-0.64%、-0.29%、-0.77%。

图 22:可比公司销售费用率对比

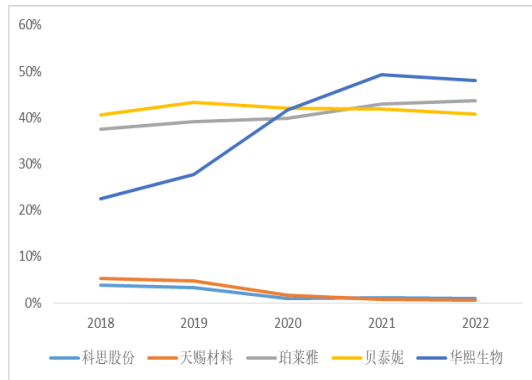


图 23:可比公司管理费用率对比

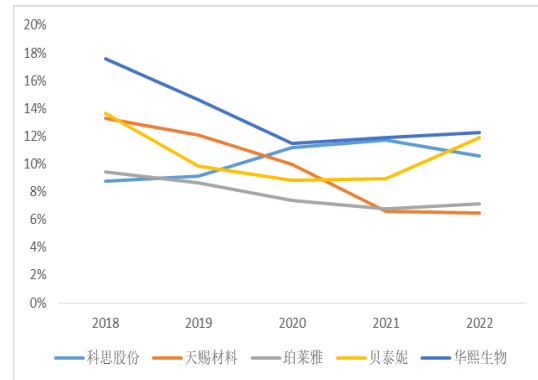
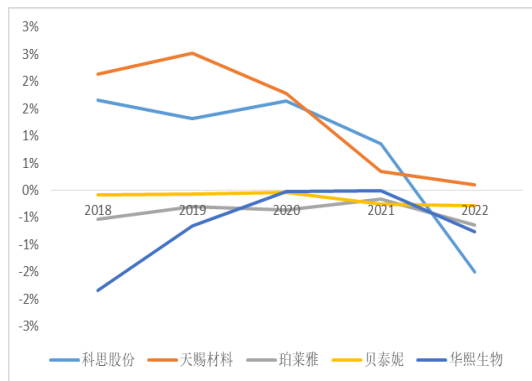


图 24:可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 对比化妆品品牌商, 科思股份毛利率较低, 科思





股份、天赐材料、珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 2022 毛利率依次为 36.66%、37.97%、69.70%、75.21%、76.99%；净利率方面，科思股份净利率高于美容护理领域可比公司，上述公司 2022 净利率依次为 21.99%、26.19%、13.02%、20.95%、15.12%；净资产收益率方面，科思股份在可比公司中处于中等水平，上述公司 2022 年依次为 21.96%、58.01%、25.54%、20.40%、15.75%。

图 25:可比公司毛利率对比

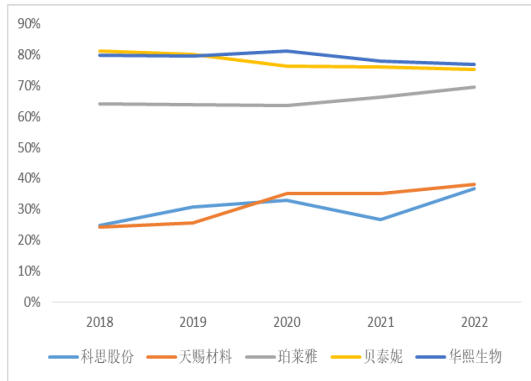


图 26:可比公司净利率对比

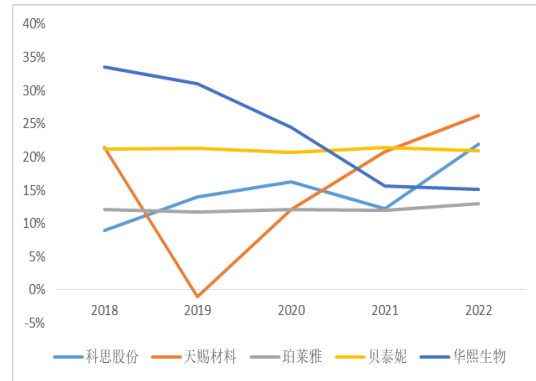
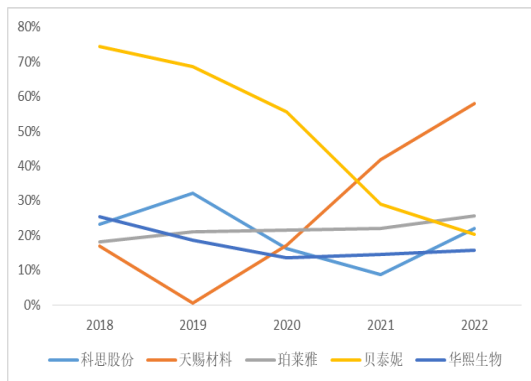


图 27:可比公司 ROE 对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

### 三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设：

a. 消费者防晒意识加强及外出出行场景增加，防晒剂需求有望持续增长，随着公司新产能的落地及新产品的推出，公司产品结构进一步丰富，有望进一步提升公司竞争力及营收、毛利率水平。

b. 结合往年数据，将化妆品活性成分及其原料、合成香料、其他业务的 2023 年收入增长预测设为 40%、5%、5%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 35%、3%、3%。

c. 结合往年数据，将化妆品活性成分及其原料、合成香料、其他业务的 2023 年毛利率预测设为 43%、25%、5%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设



定为 45%、25%、5%。

表 5:2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
化妆品活性成分及其原料	收入 (亿元)	14.41	20.17	27.23	36.77
	YOY	97.14%	40.00%	35.00%	35.00%
	成本 (亿元)	8.63	11.50	14.98	20.22
	毛利率	40.11%	43.00%	45.00%	45.00%
合成香料	收入 (亿元)	2.89	3.03	3.13	3.22
	YOY	-10.54%	5.00%	3.00%	3.00%
	成本 (亿元)	2.22	2.28	2.34	2.41
	毛利率	23.22%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入 (亿元)	0.35	0.37	0.38	0.39
	YOY	-4.34%	5.00%	3.00%	3.00%
	成本 (亿元)	0.33	0.35	0.36	0.37
	毛利率	5.69%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入 (亿元)	17.65	23.58	30.74	40.38
	YOY	61.85%	33.58%	30.38%	31.35%
	成本 (亿元)	11.18	14.12	17.68	23.01
	毛利率	36.66%	40.09%	42.47%	43.02%

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.58、30.74、40.38 亿元，同比增长 33.58%、30.38%、31.35%，净利润分别为 4.96、6.69、8.58 亿元，对应 EPS 分别为每股 2.93、3.95、5.07 元。

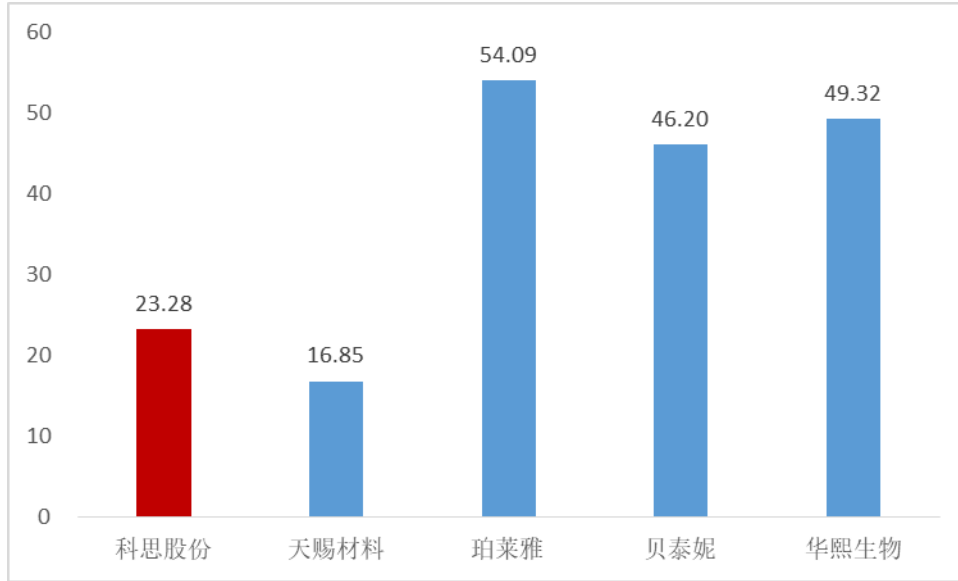
#### 四、公司估值分析

##### 4.1 P/E 模型估值

由于科思股份业务包括化妆品防晒剂及合成香料，选取化工领域天赐材料，美容护理领域珀莱雅、贝泰妮、华熙生物作为可比公司，以 2023 年 4 月 27 日数据为基准，可看出科思股份 PE (TTM) 处于较低水平。



图 28:可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

对比天赐材料、珀莱雅、贝泰妮、华熙生物估值水平, 综合考虑公司业绩成长性, 我们给予公司 PE 估值 26X-30X, 对应股价 76.18 元/股-87.90 元/股为合理估值区间。

表 6:可比公司估值表 (截止 2023 年 4 月 27 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
天赐材料	42.95	2.99	2.61	3.44	4.02	14.53	16.44	12.47	10.69
珀莱雅	165.41	2.90	3.68	4.64	5.75	71.90	45.06	35.73	28.56
贝泰妮	116.00	2.48	3.14	3.99	5.00	91.65	36.99	29.09	23.23
华熙生物	99.45	2.02	2.66	3.41	4.17	72.05	37.39	29.16	23.78
平均值						62.53	33.97	26.61	21.57

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

#### 4.2 PEG 模型

根据业绩预测, 公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.93、3.95、5.07 元, 公司动态 PE 为 17.81, 对应 PEG 为 0.51, 根据东方财富 Choice 数据, 天赐材料、珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 2023 年预测 PEG 分别为-1.38、1.65、1.40、1.17。

#### 4.3 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 2.93、3.95、5.07 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 115.67 元。

表 7:DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	10.93	89.54	100.48



组合二	8.00%	4.00%	10.93	113.01	123.95
组合三	8.00%	5.00%	10.93	152.13	163.07
组合四	9.00%	3.00%	10.82	73.26	84.08
组合五	9.00%	4.00%	10.82	88.76	99.58
组合六	9.00%	5.00%	10.82	112.02	122.84
平均					<b>115.67</b>

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

## 五、公司未来六个月内投资建议

### 5.1 公司股价催化剂分析

公司所处行业专业性较强，下游化妆品品牌商对化妆品活性成分生产企业采取了较为严格的合格供应商管理模式，公司凭借产品质量、成本优势等已与国际知名化妆品品牌商多年稳定合作，同时公司积极开拓国内本土品牌商，随着防晒化妆品市场在2023年迎来复苏，公司业绩有望迎来大幅增长。

公司布局的高端个人护理品项目预计在2023年末达到预定可使用状态，有望进一步丰富公司产品结构，提升公司竞争力。公司下游客户为知名化妆品品牌商，在保湿、美白等领域同样占据较高市场份额，公司有望借助防晒剂销售渠道，带动其他品类销售，产能利用率有望进一步提升。新产品毛利率水平较高，有望带动整体毛利率水平进一步增长。

### 5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 82.04元/股，对应2023年PE为28倍。以2023年5月8日收盘价66.11元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 24.10% 的上涨空间。

## 六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数15%以上
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数5%-15%



中性 预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间

回避 预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

## 七、风险提示

### 1、主要原材料价格波动风险

公司主要原材料为化工原料，化工原料是国民经济中重要的基础材料，其价格受国际形势、国内宏观经济变化和供求关系等多种因素的影响，未来化工原料价格变动的不确定性，仍将会对公司盈利情况产生一定的风险。

### 2、汇率波动的风险

公司出口收入占比较高，出口产品主要采用美元、欧元计价。人民币处于升值或贬值趋势时，公司产品在境外市场竞争力下降或上升；另一方面，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。

### 3、环保风险

公司在生产过程中要排放一定的废水、废气和固体废弃物，倘若出现处理不当或设备故障时，面临着环保污染问题。

### 4、安全生产风险

公司生产经营中部分存货属于危险化学品。在运输、储存、生产环节均存在发生危险化学品事故的风险。

### 5、国际市场风险

公司境外销售收入占比较高。如果未来我国相关产品出口政策、产品进口国或地区进口政策、国际宏观经济环境等因素发生不利变化，将对公司的产品出口带来一定影响。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	453.60	819.12	1,103.49	1,538.14	
应收和预付款项	297.29	326.57	486.26	581.23	
存货	453.72	544.55	705.24	920.83	
其他流动资产	35.92	44.21	53.21	30.80	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	734.87	745.81	765.08	894.68	
无形资产和开发支出	89.95	79.59	69.23	58.87	
其他非流动资产	79.88	108.85	119.13	189.13	
<b>资产总计</b>	<b>2,145.24</b>	<b>2,668.70</b>	<b>3,301.63</b>	<b>4,213.67</b>	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	192.25	273.59	309.48	448.96	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	7.53	6.71	6.71	6.71	
<b>负债合计</b>	<b>199.78</b>	<b>280.30</b>	<b>316.19</b>	<b>455.67</b>	
股本	169.32	169.32	169.32	169.32	
资本公积	823.26	823.26	823.26	823.26	
留存收益	952.87	1,395.81	1,992.86	2,765.42	
归属母公司股东权益	1,945.46	2,388.39	2,985.45	3,758.00	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>股东权益合计</b>	<b>1,945.46</b>	<b>2,388.39</b>	<b>2,985.45</b>	<b>3,758.00</b>	
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,145.24</b>	<b>2,668.70</b>	<b>3,301.63</b>	<b>4,213.67</b>	
<b>现金流量表</b>					
		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	384.18	483.24	656.61	846.34	
折旧摊销	93.63	59.15	60.81	53.17	
净营运资金增加	-194.45	-44.85	-293.50	-261.08	
经营活动产生现金流量净额	285.08	491.95	409.60	616.80	
投资活动产生现金流量净额	74.58	-79.45	-68.07	-117.86	
融资活动产生现金流量净额	-38.79	-46.98	-57.16	-64.29	
现金净增加额(减)	329.55	365.52	284.37	434.65	
<b>估值和财务指标汇总</b>					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	459.35	581.84	778.97	997.33	
EBITDA	552.98	640.99	839.78	1,050.51	
NOPLAT	377.17	479.83	645.69	829.35	
税前经营利润	450.30	574.39	780.45	1,005.97	
EPS	2.29	2.93	3.95	5.07	
BPS	11.49	14.11	17.63	22.19	
PE	28.84	22.59	16.74	13.04	
PB	5.75	4.69	3.75	2.98	
PS	6.34	4.75	3.64	2.77	
PCF	39.27	22.75	27.33	18.15	
EV/EBIT	23.40	17.86	12.98	9.71	
EV/EBITDA	19.44	16.21	12.04	9.22	
EV/NOPLAT	28.50	21.65	15.66	11.68	
EV/IC	7.16	6.56	5.31	4.30	
ROIC-WACC	15.40%	20.85%	29.64%	32.43%	
股息率%	0.30	0.47	0.64	0.77	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1,764.82	2,357.60	3,073.90	4,037.63	
减: 营业成本	1,117.87	1,412.42	1,768.29	2,300.68	
营业税金及附加	12.92	17.26	22.51	29.57	
营业费用	17.06	33.01	64.55	104.98	
管理费用	106.40	167.39	233.62	323.01	
财务费用	-26.45	25.06	25.64	30.86	
研发费用	80.40	124.95	175.21	238.22	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
加: 投资收益	5.38	8.00	7.00	7.50	
公允价值变动损益	0.16	0.10	0.10	0.10	
其他经营损益	-6.31	-3.12	-3.62	-4.35	
<b>营业利润</b>	<b>455.85</b>	<b>582.49</b>	<b>787.55</b>	<b>1,013.57</b>	
加: 其他非经营损益	5.50	4.94	5.74	5.40	
利润总额	461.35	587.43	793.29	1,018.96	
减: 所得税	73.21	91.93	124.75	160.48	
<b>净利润</b>	<b>388.14</b>	<b>495.50</b>	<b>668.54</b>	<b>858.48</b>	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>388.14</b>	<b>495.50</b>	<b>668.54</b>	<b>858.48</b>	
EBIT	459.35	581.84	778.97	997.33	
EBITDA	552.98	640.99	839.78	1,050.51	
<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>收益率</b>					
毛利率	36.66%	40.09%	42.47%	43.02%	
三费/营业收入	5.50%	9.56%	10.53%	11.36%	
EBIT/营业收入	26.03%	24.68%	25.34%	24.70%	
EBITDA/营业收入	31.33%	27.19%	27.32%	26.02%	
销售净利率	21.99%	21.02%	21.75%	21.26%	
资产获利率					
ROE	19.95%	20.75%	22.39%	22.84%	
ROA	21.41%	21.82%	23.61%	23.07%	
ROIC	26.53%	31.98%	40.77%	43.57%	
<b>增长率</b>					
销售收入增长率	61.85%	33.59%	30.38%	31.35%	
EBIT 增长率	196.77%	26.67%	33.88%	28.03%	
EBITDA 增长率	141.64%	15.92%	31.01%	25.09%	
净利润增长率	192.13%	27.66%	34.92%	28.41%	
总资产增长率	20.52%	24.30%	23.74%	31.05%	
股东权益增长率	22.38%	22.77%	25.00%	25.88%	
经营营运资本增长率	-11.70%	8.38%	45.81%	28.29%	
<b>资本结构</b>					
资产负债率	9.31%	10.50%	9.58%	10.81%	
投资资本/总资产	69.94%	59.39%	57.69%	52.06%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	6.23	6.18	7.42	6.98	
速动比率	3.95	4.24	5.19	4.96	
股利支付率	8.72%	10.61%	10.69%	10.01%	
收益留存率	91.28%	89.39%	89.31%	89.99%	
<b>资产管理效率</b>					
总资产周转率	0.90	0.98	1.03	1.06	
固定资产周转率	2.76	3.45	4.39	5.65	
应收账款周转率	7.72	7.72	7.72	7.72	
存货周转率	2.83	2.83	2.83	2.83	

数据来源：公司公告，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容21



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。