

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

23Q1 扣非净利同比增 198%，受益于原材料价格下行以及需求复苏

股票数据

05月04日收盘价(元)	68.80
52周股价波动(元)	37.12-72.55
总股本/流通A股(百万股)	169/59
总市值/流通市值(百万元)	11338/3949

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	34.6	15.2	28.4
相对涨幅(%)	33.8	16.2	32.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@haitong.com

证书: S0850519110003

投资要点:

- 2023Q1 实现扣非净利润 1.57 亿元，同比增长 198.1%。**公司公告，2023 年一季度实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 42.33%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 176.1%，扣非净利润 1.57 亿元，同比增长 198.1%。2023 年一季度实现销售毛利率 49%，同比增加 22.78 个百分点，净利率 27.3%，同比增加 13.2 个百分点。
- 产能释放叠加毛利率改善，助力业绩快速增长。**公司收入保持高速增长，主要系化妆品活性成分产品销售量同比增长较大。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，助力公司毛利率水平同比大幅提升，净利润增速快于收入增长。
- 疫情后出行需求恢复，防晒剂市场有望复苏。**疫情后随着国内外旅游出行的进一步恢复，防晒产品的需求继续保持快速增长态势。根据公司 2022 年年报援引 Euromonitor 的统计数据显示，2019 年全球防晒化妆品市场规模达 120.13 亿美元，2020 年受全球经济增速放缓影响，市场规模下降至 108.4 亿美元；该研究机构预计 2025 年全球防晒化妆品市场规模将达到 155.43 亿美元，2021-2025 年年均复合增长率达 6.88%。
- 原油等原材料价格下行，公司盈利改善明显。**上游原料方面，公司的主要原材料包括甲苯、苯酚、异丁烯、三氯化铝等，这些基础化学原料大多来自于石油，其价格与国际原油价格直接相关。根据百川资讯，2023 年一季度，苯酚均价 7766 元/吨，同比降 29%，辛醇均价 9680 元/吨，同比降 22%，WTI 原油价格 76 美元/桶，同比降 19%。
- 在建项目不断推进，保障未来成长性。**2022 年，公司实现了马鞍山科思 PA 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建成并进入试生产阶段。另外，安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建设全面启动，首批项目建设成后将形成 12800 吨/年氨基酸表面活性剂、2000 吨/年高分子增稠剂卡波姆、3000 吨/年新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐和 1000 吨/年双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 等产能。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。
- 盈利预测。**我们预计公司 23-25 年 eps 分别为 3.18/3.95/4.94 元，给予公司 2023 年 25-30 倍 PE，对应合理价值区间 79.5-95.4 元/股，首次覆盖给予优于大市评级。

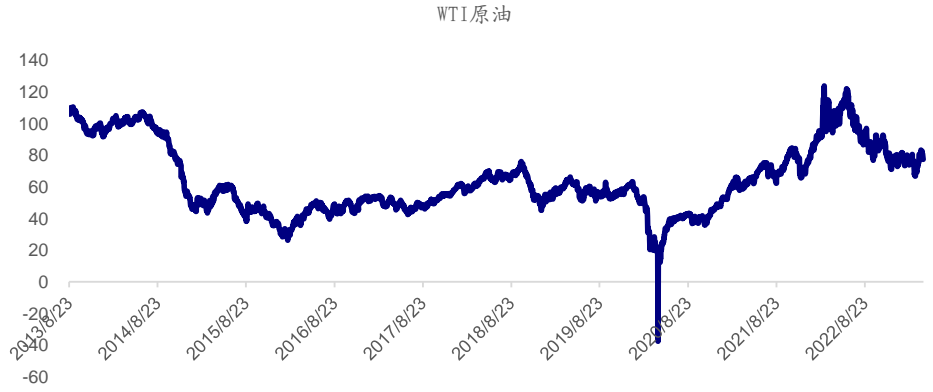
- 风险提示。**在建项目进展不及预期；原材料价格波动。

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	1090	1765	2319	3020	3889
(+/-)YoY(%)	8.1%	61.8%	31.4%	30.2%	28.8%
净利润(百万元)	133	388	539	670	837
(+/-)YoY(%)	-18.7%	192.1%	38.9%	24.2%	25.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	2.29	3.18	3.95	4.94
毛利率(%)	26.8%	36.7%	41.4%	40.1%	39.5%
净资产收益率(%)	8.4%	20.0%	21.7%	21.2%	21.0%

资料来源: 公司年报 (2021A-2022A), 海通证券研究所

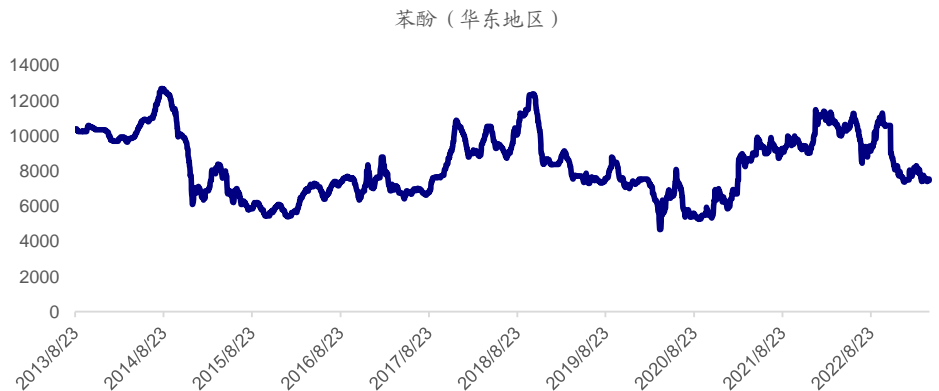
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 WTI原油价格走势 (单位: 美元/桶)


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

图2 辛醇价格走势 (单位: 元/吨)


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

图3 苯酚价格走势 (单位: 元/吨)


资料来源: 百川资讯, 海通证券研究所

表 1 可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
300957.SZ	贝泰妮	114.03	2.04	2.48	3.13	56.0	45.9	36.5
600315.SH	上海家化	29.26	0.96	0.70	1.13	30.6	42.1	25.9
均值						43.3	44.0	31.2

 注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

盈利假设: (1) 考虑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, 预计 2023-2025 年化妆品活性成分及原料业务保持 30% 以上的增长, 预计 2023-2025 年合成香料业务保持 15% 左右的增长。(2) 考虑原油等原材料价格呈下行趋势, 预计公司毛利率改善明显, 2023-2025 年综合毛利率在 40% 左右。

表 2 公司分业务盈利预测 (百万元)

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1765	2319	3020	3889
总成本	1118	1359	1809	2352
总毛利	647	961	1211	1537
总毛利率	36.7%	41.4%	40.1%	39.5%
化妆品活性成分及其原料				
收入	1441	1945	2587	3389
成本	863	1070	1475	1966
毛利	578	875	1113	1424
毛利率	40%	45%	43%	42%
合成香料				
收入	289	332	382	439
成本	222	249	286	329
毛利	67	83	95	110
毛利率	23%	25%	25%	25%
其他业务				
收入	35	42	51	61
成本	33	40	48	57
毛利	2	3	3	4
毛利率	6%	6%	6%	6%

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1765	2319	3020	3889
每股收益	2.29	3.18	3.95	4.94	营业成本	1118	1359	1809	2352
每股净资产	11.49	14.67	18.63	23.57	毛利率%	36.7%	41.4%	40.1%	39.5%
每股经营现金流	1.70	2.49	2.89	3.61	营业税金及附加	13	18	23	29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	17	46	60	78
P/E	29.21	21.03	16.93	13.55	营业费用率%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	5.83	4.56	3.59	2.84	管理费用	106	162	211	272
P/S	6.42	4.89	3.75	2.92	管理费用率%	6.0%	7.0%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	15.71	16.40	13.04	9.98	EBIT	432	630	781	983
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-26	-12	-16	-13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.5%	-0.5%	-0.5%	-0.3%
毛利率	36.7%	41.4%	40.1%	39.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	22.0%	23.2%	22.2%	21.5%	投资收益	5	5	6	8
净资产收益率	20.0%	21.7%	21.2%	21.0%	营业利润	464	642	797	996
资产回报率	17.1%	18.8%	18.3%	18.1%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	18.6%	21.3%	20.8%	20.7%	利润总额	461	642	797	996
盈利增长 (%)					EBITDA	527	651	796	998
营业收入增长率	61.8%	31.4%	30.2%	28.8%	所得税	73	103	128	159
EBIT 增长率	187.2%	45.9%	24.0%	25.9%	有效所得税率%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	192.1%	38.9%	24.2%	25.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	388	539	670	837
资产负债率	14.3%	13.4%	13.6%	13.7%					
流动比率	4.69	4.80	4.93	5.13	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.08	3.16	3.28	3.48	货币资金	544	670	965	1384
现金比率	1.92	1.95	2.11	2.34	应收账款及应收票据	291	381	496	639
经营效率指标					存货	454	558	743	967
应收账款周转天数	60.28	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	42	42	44	47
存货周转天数	148.14	150.00	150.00	150.00	流动资产合计	1331	1652	2248	3036
总资产周转率	0.78	0.81	0.83	0.84	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.62	2.66	2.97	3.35	固定资产	672	872	1016	1161
					在建工程	62	142	182	222
					无形资产	90	90	90	90
					非流动资产合计	939	1219	1403	1588
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总计	2271	2870	3652	4624
净利润	388	539	670	837	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	192	231	307	400
非现金支出	102	21	15	15	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-9	-5	-6	-8	其它流动负债	92	113	149	193
营运资金变动	-194	-134	-190	-233	流动负债合计	284	344	456	592
经营活动现金流	287	421	489	611	长期借款	0	0	0	0
资产	-261	-300	-200	-200	其它长期负债	41	41	41	41
投资	330	0	0	0	非流动负债合计	41	41	41	41
其他	6	5	6	8	负债总计	325	386	498	634
投资活动现金流	75	-295	-194	-192	实收资本	169	169	169	169
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1945	2485	3154	3991
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-39	0	0	0	负债和所有者权益合计	2271	2870	3652	4624
融资活动现金流	-39	0	0	0					
现金净流量	332	126	295	419					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,利安隆,合盛硅业,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。