



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

全球防晒剂龙头，多要素注入新动能

买入 (首次)

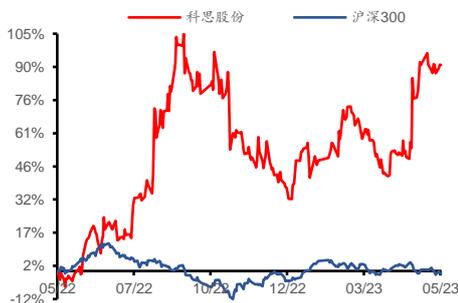
行业： 美容护理
日期： 2023年05月18日

分析师： 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

基本数据

最新收盘价 (元)	66.95
12mth A 股价格区间 (元)	37.78-71.81
总股本 (百万股)	169.32
无限售 A 股/总股本	34.83%
流通市值 (亿元)	39.49

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

全球防晒剂龙头，防晒剂+合成香料双轮驱动增长

公司主营业务涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香料等研发生产和销售，是国内少数通过美国和欧盟双认证的日用化学品原料制造商之一。公司产品已进入国际主流市场体系，下游客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、奇华顿等全球知名公司。2021年，公司防晒剂销量1.12万吨，全球市占率21.5%，位居行业前列，2022年同比增长0.54万吨至1.66万吨。2016-2022年公司营收、归母净利润增长稳健，CAGR分别为19.4%、44.3%；受益于公司提价策略，22年营收同比+62%，归母净利润同比+192%，公司业绩显著修复，净利率回升，盈利空间释放。

防晒剂赛道优质增速快，合成香料空间广阔

需求端：据Euromonitor数据，2020年防晒剂全球市场将达到4万吨，2015-2020年需求将增加1万吨。中国防晒品类市场规模连续9年呈增长趋势，2020年疫情负面影响下仍保持6.7%增长。欧睿数据预计2025年国内防晒市场规模将达到244亿元，2020-2025年CAGR为11.12%，增速高于整体美护市场。防晒意识觉醒，消费人群年轻化，功效风盛行，护肤品安全性，原料、技术成为消费关键指标。中国为主要香料香精市场，叠加疫情催生消杀洗涤剂需求增长，2021年我国香料香精产量为2027吨，同比增长4.48%，香料香精产量增长稳定空间大。**供给端：**防晒剂竞争格局集中度提升趋势明显，跨国龙头在市场、渠道和技术方面具有先发优势占主导地位。随着国内行业快速发展及成本优势，科思作为国内原料龙头，通过研发积累与市场培育，及不断进阶的生产技术和工艺获得较强竞争壁垒，市场占有率快速提高。

产品矩阵丰富，深度绑定国际客户，多维优势铸就企业护城河

1) 产品：公司防晒剂产品矩阵丰富，已覆盖市场上主要化学防晒剂品类，其中，规模化销售中国批准的25种化学防晒剂达7种，覆盖占比28%以上，满足国内外客户的不同需求；**2) 研发：**公司通过长期自主开发经验的积累，已形成从实验室到工业化生产的研发和转化体系。20年末公司共拥有130多项专利技术，其中包括22项发明专利；21年又新增专利申请14项，获得专利授权23项。研发费用、费率及科研人员不断增加，22年公司围绕现有核心技术和总体发展战略，开展市场导向的新产品、新工艺开发，在合成香料、新型防晒剂及其他化妆品原料领域的新产品、新工艺开发方面取得了有益进展，新增专利申请20项，获得专利授权31项，其中发明专利12项。**3) 下游客户：**公司与国际客户深度绑定，不断加深合作关系。第一大客户为帝斯曼，双方约定2020-2023年独家采购和供应条款。与国际巨头的深度合作，为公司拓展新客户提供专业背书。

短期：量价齐升，需求回暖，业绩改善

22年海外订单量持续上升，公司境外营收同比实现+74.98%；为转嫁成本压力，公司实施产品提价策略，量价双升，盈利持续修复。

中长期：扩产能、品类、延伸产业链，打开成长天花板

公司积极推进新产能建设，募投项目稳步推进。22年化妆品活性成分及其原料产能为2.7万吨/年。多条新生产线已陆续投料试运行，扩建项目预计陆续投产，新产能释放将驱动业绩增长。布局高端防晒领域，新型防晒剂DHHB、EHT、P-S、PA相继投产，公司在横向拓展美白、保湿等化妆品活性成分新品类的同时，也向产业链纵深方向进军，布局高端个护领域，打造综合性化妆品原料供应商。

■ 投资建议

预计公司2023-2025年营收分别23.72、31.42、39.91亿元；同比分别+34.4%、+32.5%、+27.0%；归母净利润分别4.91、6.16、7.64亿元，同比分别+26.4%、+25.5%、+24.1%。对应EPS分别为2.90、3.64、4.51元/股，对应PE分别为23、18、15倍。公司深耕原料赛道，防晒剂+合成香料双轮驱动。同时积极开展对外投资项目，进军高端个护领域。公司与下游国际巨头深度绑定，在产品品类、资质、技术、质量等方面形成多维领先优势，综合竞争力强，已深入国际供应链，具有一定护城河壁垒。短期疫情扰动淡化下，公司量价齐升驱动业绩回暖；中长期公司产能扩张叠加品类拓展有望实现业绩持续增长。首次覆盖，“买入”评级。

■ 风险提示

主要原材料价格波动风险，汇率波动风险，新产能投放不及预期风险，行业监管趋严风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1765	2372	3142	3991
年增长率	61.8%	34.4%	32.5%	27.0%
归母净利润	388	491	616	764
年增长率	192.1%	26.4%	25.5%	24.1%
每股收益（元）	2.29	2.90	3.64	4.51
市盈率（X）	29.21	23.10	18.40	14.83
市净率（X）	5.83	4.66	3.72	2.97

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年05月17日收盘价）

目 录

1 日化防晒剂原料龙头，短中长期动能向上	6
1.1 二十年厚积薄发，规模、业务不断扩张	6
1.2 股权高度集中，管理团队经验丰富.....	7
1.3 业绩持续修复，多因素驱动高增长.....	9
2 防晒剂：美妆原料优质赛道，集中度高空间广	11
2.1 需求端：空间大增速快，防晒产品呈“刚需”趋势	12
2.1.1 新兴市场消费升级，需求增速较快.....	12
2.1.2 国内市场：渗透率渐长，发展空间广阔	14
2.1.3 消费趋势：用户年轻化，纯净美妆、成分复配成聚焦点	17
2.2 供给端：竞争格局集中，科思规模全球领先	19
2.3 香料香精：国际公司主导，国内行业集中度低	21
3 防晒剂+合成香料双轮驱动，竞争壁垒深厚	23
3.1 产品品类丰富，竞争优势显著	23
3.2 渠道：直销为主，经销为辅.....	26
3.3 深度绑定优质客户，合作全球头部化妆品集团	27
3.4 生产资质完备，研发技术储备充足.....	30
4 短期盈利修复，中长期扩产能、品类、产业链	32
4.1 短期：需求回暖，盈利复苏.....	33
4.2 中长期：产能扩张+品类拓展，打开成长空间	34
5 盈利预测与投资建议	39
5.1 盈利预测	39
5.2 投资建议	40
6 风险提示	41

图

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构（截至 23Q1 季报）	7
图 3：公司营业收入及增速	10
图 4：公司归母净利润及增速.....	10
图 5：原油价格变化	10
图 6：甲苯价格变化	10
图 7：公司毛利率及净利率	11
图 8：公司销售、管理、研发费用率.....	11
图 9：防晒剂产业链	11
图 10：全球美容护理市场规模，十亿美元	13
图 11：全球防晒市场规模，百万美元.....	13
图 12：中国美妆市场规模及增速.....	14
图 13：国内防晒市场规模及增速.....	14
图 14：2019 年各国防晒产品渗透率，%.....	15
图 15：美妆人群日常使用美妆产品的比例，%	15
图 16 不同人群认为防晒的重要性程度，%.....	15

图 17: 防晒人群过去一年美妆消费情况, %	16
图 18: 中国大众防晒及高端防晒比例, %	17
图 19: 防晒品类四大典型细分人群	18
图 20: 近三年防晒剂使用数量增速变化	18
图 21: 抖音防晒功效热点	19
图 22: 防晒霜对海洋的危害	19
图 23: 中国本土美妆产业链价值分配	21
图 24: 香精香料产业链	21
图 25: 全球不同地区香精香料市场规模和增长率	21
图 26: 中国香料香精产量及增速	22
图 27: 中国香精香料市场规模	22
图 28: 2019 年全球香精香料企业 CR10 占比, %	23
图 29: 2019 年中国本土企业香精香料业务营收 CR5, %	23
图 30: 2016-2022 年公司分品类营业收入占比, %	25
图 31: 2016-2019 年公司防晒剂原料营收细分占比, %	25
图 32: 2016-2022 年公司分品类毛利率水平, %	25
图 33: 公司提价原则	26
图 34: 公司提价后订单情况	26
图 35: 2017-2022 年公司销售渠道变化情况	27
图 36: 2017-2022 年公司销售渠道占比变化情况, %	27
图 37: 公司境内外营收及增速	27
图 38: 2022 年公司前五大客户	29
图 39: 公司前五名客户占比营业收入趋势	29
图 40: 公司对帝斯曼的销售收入不断增长	30
图 41: 公司研发费用及研发费用率, 万元, %	32
图 42: 公司研发人员数量, 人	32
图 43: 公司主要化妆品活性成分产品销售单价趋势 (万元/t)	34
图 44: 公司主要合成香料产品销售单价趋势 (万元/t)	34
图 45: 公司短期历史业绩波动情况	34
图 46: 国产海外含新型防晒剂的防晒产品	38

表

表 1: 公司部分董事会成员及高管团队	8
表 2: 2023 年限制性股票激励计划	9
表 3: UVA 与 UVB 在防晒领域的区别	12
表 4: 国内常见防晒剂分类	12
表 5: 中国市场防晒消费现状	16
表 6: 不同年龄段的防晒人群的消费价格 TGI	16
表 7: 不同年龄段的防晒人群的消费频次 TGI	17
表 8: 热门防晒剂榜单	18
表 9: 公司防晒剂领域主要竞争对手	20
表 10: 公司主要产品及应用场景	24
表 11: 公司主要合作客户	28

表 12: 公司前五大客户合作情况	28
表 13: 截止 2019 年 12 月 31 日招股书, 公司与帝斯曼合作 研发的技术	30
表 14: 公司核心技术	31
表 15: 公司主要在研项目	32
表 16: 公司主要板块产能及产销情况	35
表 17: 公司部分募投产能进展情况	35
表 18: 热销防晒产品使用新型防晒剂情况	37
表 19: 公司上市后对外投资项目	39
表 20: 公司营业收入与毛利率预测 (单位: 百万元, %)	40
表 21: 可比公司估值对照表	41

1 日化防晒剂原料龙头，短中长期动能向上

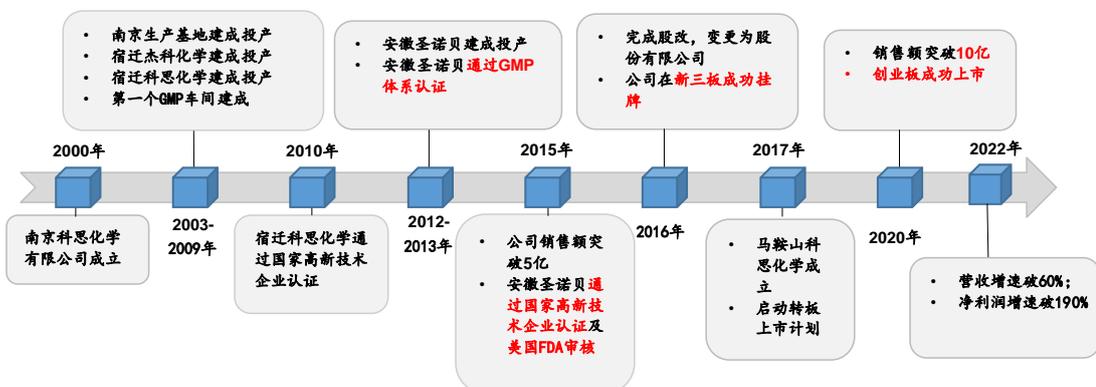
1.1 二十年厚积薄发，规模、业务不断扩张

二十年专精日化原料，规模、业务稳步向上。科思股份成立于2000年4月，主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香料等，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、社会责任体系以及欧盟化妆品原料规范（EFFCI）的认证。回顾公司二十年发展史，15年和20年是公司发展的两个重要节点：

2000年-2015年（稳步爬坡期）：2000年，公司前身南京科思工贸有限公司成立，此后公司逐步扩大生产规模、扩建生产基地，期间南京生产基地、宿迁杰科化学、宿迁科思化学、安徽圣诺贝相继建成投产，完整和丰富了公司业务体系。与此同时，公司对科技创新和产品质量提升给予更多关注，并取得了初步成果。2010年，宿迁科思化学通过国家高新技术企业认证。2013年，安徽圣诺贝通过GMP体系认证。伴随产能扩张和产品资质提升，2015年公司业绩迎来第一个拐点，销售额突破5亿人民币。

2015年-至今（加速发展期）：2015年后公司加速发展，期间公司马鞍山工厂——安徽圣诺贝通过国家高新技术企业认证和美国FDA审核，子公司马鞍山科思化学建成投产且产品全部出口欧美地区，是全球最主要的化学防晒剂制造商。2016年，公司完成股改并在新三板成功挂牌，次年即启动转板上市计划。随着公司的持续投入与市场开拓，2020年公司销售额突破10亿元关口，在创业板成功上市。22年公司业绩增速达60%+，净利润增速破190%，业绩显著修复，净利率迅猛回升，盈利空间释放。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，Wind，上海证券研究所

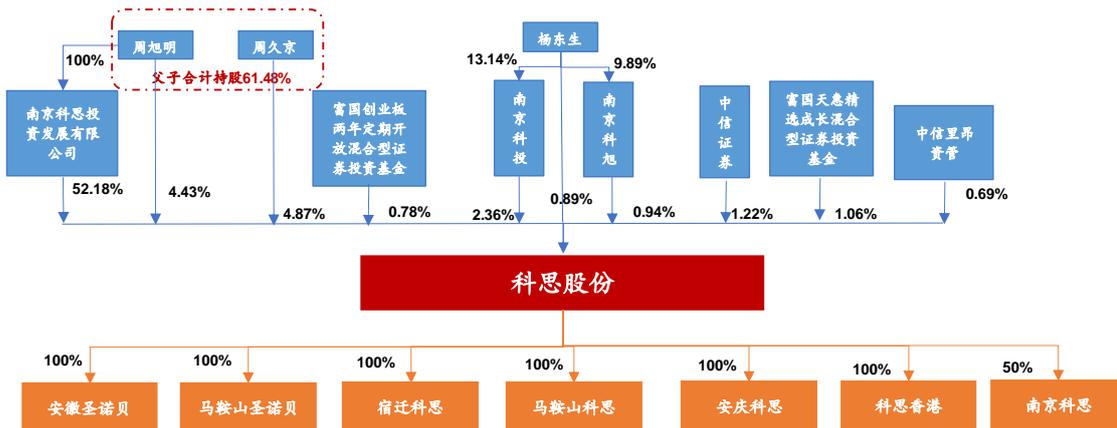
严格把关生产和质量，资质认证强势。为满足客户对原料生产、质量、安全、环保、社会责任各方面的要求，公司持续提升生产和质量管理体系，取得了国内外多重资质。公司已建立符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系，是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证的日用化学品原料制造商之一。公司产品能够持续保证满足国内外监管机构的规范标准，同时能够满足客户高标准和个性化的品质管控要求。

进入国际供应链体系，客户多为大型跨国公司。在强资质背书下，公司产品已进入国际主流市场体系，下游客户基本涵盖了全球知名品牌化妆品生产企业和香精香料公司。其中，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；合成香料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。

1.2 股权高度集中，管理团队经验丰富

周氏父子为公司实控人，合计持股 **61.48%**。公司控股股东为科思投资，实际控制人为周旭明和周久京，二人为父子关系。截至 2023 年一季报，周旭明直接或间接合计持有公司 56.61% 股份，周久京持有 4.87% 股份，父子二人合计持股比例为 61.48%。家族式经营模式，股权高度集中情况下，公司经营较为稳定，战略决策效率较高。

图 2：公司股权结构（截至 23Q1 季报）



资料来源：Wind，22 年报，上海证券研究所

管理团队经验丰富，股权激励较为充分。公司高管团队成员行业经验丰富，且相关技术理论扎实。董事长周旭明高分子化工专业出身，曾任南京恒桥化工有限公司、南京联侨生物科技有限公司总经理，对化工行业有深刻的经验洞察，于 2001 年 4 月担任

公司执行董事；公司其他董事、独董多数为化工专业出身的人才，且长期在公司任职，对于行业、公司发展有较深认知。在专业、稳定的管理团队领导下，公司长期发展有所保障。建立员工持股平台，数十名研发、业务人员间接持股。南京科投、南京科旭和南京敏思是公司对员工实施股权激励的持股平台，持股数量、比例稳定，数位涉及业务、研发、采购、营销、行政等相关员工通过持股平台间接持有公司股份。其中南京科投、南京科旭位列公司十大股东，截至2022年，南京科投、南京科旭共计持股比例为3.30%。

表 1：公司部分董事会成员及高管团队

姓名	职位	出生年月	加入公司时间	教育背景	从业经历
周旭明	董事长	1973.11	2001.4	高分子化工专业	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；2021年12月至今任南京科思科技发展有限公司执行董事。
杨军	董事、总裁	1978.8	2003.8	化学工程与工艺（精细化工）专业	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烃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。
于鲁登	董事、董事长助理	1965.5	2019.1	大专学历	1996年5月至2003年9月先后任罗氏（中国）有限公司维生素精细化工部中国区项目主管、客户服务主管、财务分析经理、采购及供应链总监；2003年10月至2013年2月任帝斯曼营养产品部中国区采购及供应链总监；2013年2月至2018年7月任帝斯曼营养产品部全球采购经理；2019年1月至2022年12月任本公司董事长助理；2020年12月至今任公司董事。
陶龙明	副总裁	1971.8	2018.6	高分子材料专业	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；2021年10月至今任安庆科思化学有限公司执行董事。
曹晓如	董事、董事会秘书	1983.4	2014.1	经济法学专业	2008年7月至2011年7月任鸿元控股集团有限公司法务助理；2011年7月至2012年11月任金煤控股集团有限公司法务专员；2012年12月至2014年9月任上海丹化化工技术开发有限公司审计法律部经理；2013年6月至2015年4月任丹化化工科技股份有限公司监事；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。
杨东生	副总裁	1967.12	2000.4	园艺专业	2000年4月至2011年12月任公司监事；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2022年5月16日任公司董事；2012年11月至今任公司副总经理、副总裁；2017年10月至2023年3月任宿迁科思执行董事。
孟海域	财务总监	1977.12	2018.6	会计学专业	2000年7月至2007年9月任南京三隆包装有限公司财务主管；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：公司年报，上海证券研究所

发布股权激励计划草案，彰显长期增长信心。公司23年4月20日发布股权激励草案，拟授予190万股限制性股票、占总股本1.12%，其中首次授予152万股（占总股本0.9%）、预留授予38万股（占总股本0.22%）。首次授予的激励对象共计89人，涵盖范围广，除了董事、高级管理人员、核心技术人员，还包括其他管

理人员和业务骨干。考核指标为营收，公司注重市占率的提升，首次授予业绩考核以 22 年营收为基数，业绩考核目标为 2023-2025 年营业收入相较于 2022 年复合增速不低于 30%/28%/25%（分别对应归属系数为 100%/90%/80%）。

表 2：2023 年限制性股票激励计划

归属安排	考核年度	首次授予业绩考核目标		
		公司层面归属系数 100%	公司层面归属系数 90%	公司层面归属系数 80%
第一个归属期	2023	考核当年度营业收入较 2022 年营业收入的复合增长率不低于 30%	考核当年度营业收入较 2022 年营业收入的复合增长率不低于 28%	考核当年度营业收入较 2022 年营业收入的复合增长率不低于 25%
第二个归属期	2024			
第三个归属期	2025			
归属安排	考核年度	预留部分业绩考核目标		
		公司层面归属系数 100%	公司层面归属系数 90%	公司层面归属系数 80%
第一个归属期	2024	考核当年度营业收入较 2022 年营业收入的复合增长率不低于 30%	考核当年度营业收入较 2022 年营业收入的复合增长率不低于 28%	考核当年度营业收入较 2022 年营业收入的复合增长率不低于 25%
第二个归属期	2025			
第三个归属期	2026			

资料来源：公司公告，上海证券研究所（注：若预留部分限制性股票在 2023 年第三季度报告披露前授予，则预留部分业绩考核目标与首次授予部分一致；若在此后授予，则预留部分考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，每个会计年度考核一次）

1.3 业绩持续修复，多因素驱动高增长

近年营收有所波动，现阶段盈利向上。2016-2022 年，公司营收由 6.09 亿元增至 17.65 亿元，CAGR 为 19.4%；归母净利润由 0.43 亿元增至 3.88 亿元，CAGR 为 44.3%，业绩修复弹性较大。23Q1 营收 5.88 亿元，同增 42.33%；归母净利润实现 1.60 亿元，同增 176.13%，营收净利润双增长，净利润实现高三位数增长。2016-2019 年，公司加速开拓市场、深化与下游企业合作，期间 CAGR 为 53%。2020 年，疫情突发导致出行减少，直接冲击消费者对防晒产品的需求，下游消费不振使得公司营收有所回落，同比-8.35%，但受益于原料价格处于低位，公司归母净利润仍保持正增长，同比+6.35%。2021 年以来，疫情扰动逐渐淡化，消费处于恢复态势，公司营收得到修复，同比+8.13%，但原材料价格大幅走高加压成本端，导致归母净利润呈现负增长，同比-18.72%。2022 年，公司为缓解成本端压力采取提价措施，取得成效，营收同比+62%，归母净利润同比+192%。未来伴随产品提价、扩产能、扩品类，盈利将有望持续增长。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

产品利润率波动与石油价格关联性大。公司上游原料多来自于石油化工产品，如甲苯、异丁烯、苯酚和辛醇等，石化产品的价格与国际油价关联度较高，并且在成本中占比较高，因此公司利润水平受国际油价波动的影响较明显，灵活定价策略减小公司成本扰动。2016-2020年，全球油价处于低位振荡期，利好上游制造行业，公司毛利率从2016年的25.48%提升至2020年的32.98%，净利率从7.14%提升至16.21%；2021年以来，原材料和海运费价格大幅上涨，公司毛利率、净利率下降至26.76%、12.18%。2022年，受益于2021年底提价协议的实施，22年净利率、毛利率实现反弹高增，回升至36.66%、21.99%。2022年公司销售、管理、研发费用分别为0.17亿元、1.06亿元、0.80亿元，对应销售费用率、管理费用率分别为0.96%、6.01%、4.53%，近几年公司销售、管理费用率总体呈现稳定且下行趋势，研发费用率有所提升。伴随公司募投项目持续投产，产品结构升级，公司未来盈利能力有望攀升。

图 5：原油价格变化



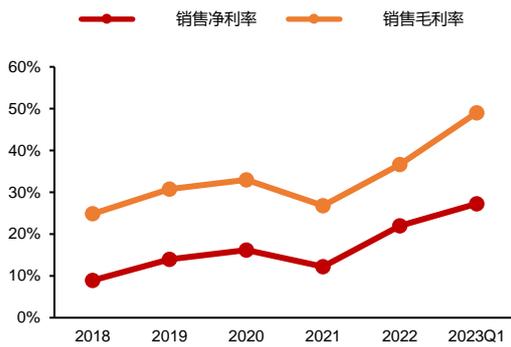
资料来源：statista，上海证券研究所

图 6：甲苯价格变化



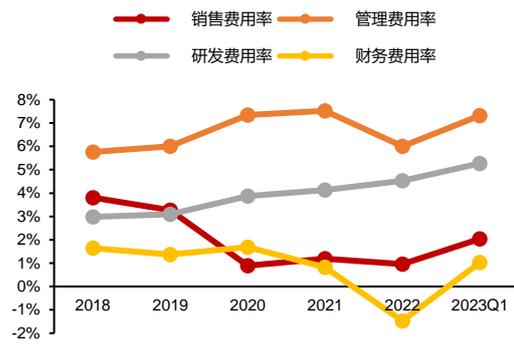
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：公司销售、管理、研发费用率

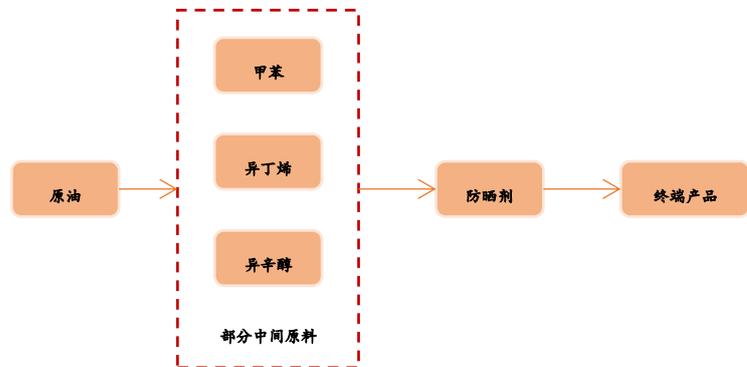


资料来源：Wind，上海证券研究所

2 防晒剂：美妆原料优质赛道，集中度高空间广

防晒剂为特殊用途化妆品活性成分，主要防止紫外线对皮肤造成损伤，以原油为原料通过化学反应合成。防晒产品审批严格，需经国家药监局审批方可入市，属于“特殊用途化妆品”。市场上多数化学防晒剂通过原油提取甲苯、异丁烯等中间产物，通过一系列化学合成技术形成防晒剂添加至霜、喷雾等各种形态的防晒产品中。因此，防晒剂产品成本与上游原油价格息息相关。

图 9：防晒剂产业链



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

从防晒剂波段覆盖来看：紫外线根据波长的不同可划分为高频短波紫外线（UVC）、中频中波紫外线（UVB）和低频长波紫外线（UVA）。UVC 通常会被臭氧层阻隔不会到达地球表面，而 UVB 和 UVA 可以穿透臭氧层照射至人体。由于紫外线对皮肤损伤主要分为 UVA、UVB 两种不可见光，故是否能同时防护 UVA 和 UVB 成为了判断防晒剂防晒力的指标之一，部分防晒剂可同时防 UVA 及 UVB 对皮肤造成的损伤，而部分产品则不能做到全波段覆盖。

表 3：UVA 与 UVB 在防晒领域的区别

	波长	皮肤穿透力	皮肤损伤力	标志
UVA	长波紫外线, 320-400nm	穿透力相对强, 可达到真皮层	短期易沉淀黑色素、色斑等, 长期易光老化	防晒领域应用时间更早, 通用 spf 标志
UVB	中波紫外线, 280-320nm	穿透力相对弱, 可达到表皮层	携带能量高, 短期易晒伤, 长期易光老化	防晒领域应用时间更晚, 有 pa+ 等标志

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

从防晒剂防晒原理来看：防晒剂可分为物理防晒剂和化学防晒剂。国家药监局准许使用 27 种防晒剂，其中无机防晒剂 2 类，有机防晒剂 25 类。物理防晒剂通过紫外线反射或折射出去从而达到物理性屏蔽作用，仅包含氧化锌、二氧化钛两种类型；化学防晒剂通过吸收紫外线达到防晒作用，类型较多。

表 4：国内常见防晒剂分类

类别	防 UVA	防 UVB	防 UVA/UVB
物理防晒剂	—	—	氧化锌、二氧化钛
化学防晒剂	对苯二亚甲基二樟脑磷酸、二乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷	甲氧基肉桂酸乙基己酯、奥克立林、苯基苄并咪唑磷酸、PABA 己基己酯、水杨酸异辛酯、胡莫柳酯、甲酚曲唑三硅氧烷、乙基己基嗪酮、聚硅氧烷-15	二苯酮-3、二苯酮-4、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

2.1 需求端：空间大增速快，防晒产品呈“刚需”趋势

2.1.1 新兴市场消费升级，需求增速较快

2012 年以来，全球美护市场总体保持平稳增长。据 Statista 数据统计，2021 年全球美容护理市场规模为 1364 亿美元，2015 年、2020 年规模有所下滑。2015 年，欧元区需求持续不振及作为主要化妆品市场之一的巴西经济出现大幅衰退，导致全球美容护理规模大幅下滑，同比-8.5%；2020 年，受疫情影响全球市场需求疲弱，全球同比下滑 3.8%。Statista 数据预测，2026 年全球美容护理市场规模将达到 1877 亿美元，2021-2026CAGR 预计为 11.23%，呈现快速增长态势。

图 10: 全球美容护理市场规模, 十亿美元



资料来源: statista, 上海证券研究所

防晒市场作为美容护理市场的细分领域, 近 10 年发展与美护大盘增长趋于一致。防晒化妆品的使用场景多在户外, 2020 年因疫情导致出行受限, 防晒市场规模较护肤品市场规模下滑幅度更大, 同比大幅下滑 20% 至约 77.8 亿美元。2021 年, 多国取消出行限制, 消费需求得到释放, 全球防晒市场收入 82.8 亿美元, 同比增长约 5 亿美元。根据 Statista 预测到 2026 年, 全球防晒市场收入将达到 136.4 亿美元。

图 11: 全球防晒市场规模, 百万美元



资料来源: statista, 上海证券研究所

全球防晒市场集中度高, 竞争格局稳定。据统计, 2020 年, 全球防晒化妆品市场 CR5 占比为 21.6%。妮维雅为当时全球份额最大的防晒化妆品品牌, 自 2011 年以来稳居全球第一, 且份额远超其他品牌。全球防晒化妆品市场格局较为稳定, CR10 占比变化较小, 但历年品牌排名有小幅改变。

下游防晒化妆品需求增加驱动上游防晒剂行业扩容。据 Euromonitor 数据, 2021 年防晒剂全球市场达到 5.4 万吨, 2012-2021 年, 年均复合增长率约为 5.67%。2021 年全球防晒剂规模达 52000 吨, 其中亚太市场增速领先。2016 年至 2021 年, 全球防晒剂消耗量由约 44000 吨增长至约 52000 吨, 年均复合增长率约 4%。

其中，亚太区域市场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。

2.1.2 国内市场：渗透率渐长，发展空间广阔

中国美护行业规模约 5000 亿元。美妆作为美护的一个子类目，受益于人口规模基数及人均可支配收入提升，据艾瑞咨询数据，中国美妆市场 2016-2020 年 CAGR 为 15.83%。近年来，销售渠道日趋多元化，加之消费升级促使人均美妆消费水平提升，量价齐升共同推动中国美妆市场持续扩容。艾瑞咨询预测，市场将在 2022 年后逐渐趋缓，2025 年市场规模将达到 1118 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 10.33%。

防晒市场增速更为突出，连续 9 年呈快速增长趋势。依赖于消费者防晒意识不断增强，据《2022 年防晒行业趋势指南》统计，中国防晒品类市场规模连续 9 年呈递增趋势。2020 年，疫情导致我国防晒化妆品市场增速自 2013 年以来首次出现下滑，但仍保持 6.7% 增长，整体防晒市场规模达到 144 亿人民币。据聚美丽收集的天猫数据显示，防晒和卸妆是 2021 年护肤子类目中少有的增幅超 15% 的品类，其中防晒增长 16.26%。随着防晒剂技术升级，防晒产品多场景应用、营销强化消费者教育认知，未来 5 年国内防晒市场规模有望保持高增速水平。据 Euromonitor 数据预测，2025 年国内防晒市场规模将达到 244 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计为 11.12%，增速高于整体美妆护肤市场。

图 12：中国美妆市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 13：国内防晒市场规模及增速

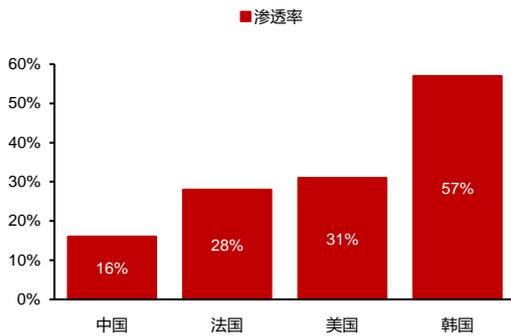


资料来源：欧睿咨询，上海证券研究所

消费者防晒认知提升，防晒渗透率空间大。从市场渗透率来看，据凯度咨询数据，法国、英国等欧洲国家防晒产品渗透率处于 30% 左右，东亚的韩国渗透率更高达 57%，相比这些拥有更成熟市场的国家，2020 年我国防晒品渗透率仅为 5.5%，市场成熟度较低，未来增长空间巨大。同时，随着我国的疫情防控到位，消费者外出意愿高，且在防晒营销培育下我国消费者对防晒的认知不断升级。根据巨量算数数据，2021 年 1-5 月抖音防晒行业内容

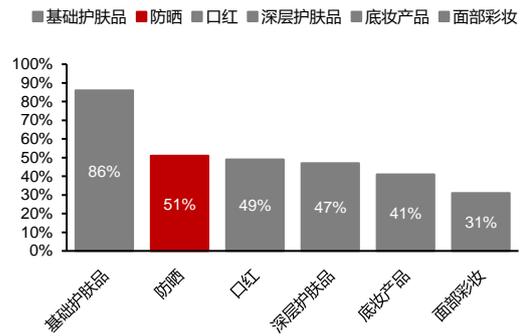
播放量同比增长 88%，视频发布量同比增长 290%；巨量算数 2021 年 6 月调研数据显示，抖音美妆人群中，防晒产品的使用率排名第 2，仅次于基础护肤单品，可见消费者对防晒的需求与心智都处于快速升级迭代当中，抖音大盘 22Q1 销售额同比增长 201%，美容护肤行业的防晒是抖音大盘增速的 2.45 倍，防晒在抖音平台处于高速发展期，其中细分人群对防晒产品需求猛增，孕产妇群体及宝宝用品的防晒销售额增速分别是抖音大盘增速的 3.71、34.45 倍，带动对应产品销售额增长，市场增量动力十足。

图 14：2019 年各国防晒产品渗透率，%



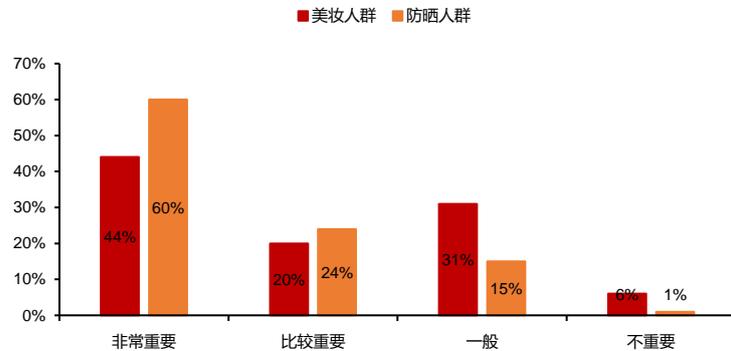
资料来源：凯度消费者指数，上海证券研究所

图 15：美妆人群日常使用美妆产品的比例，%



资料来源：巨量算数，上海证券研究所（获取时间：2021 年 6 月抖音美妆用户调研）

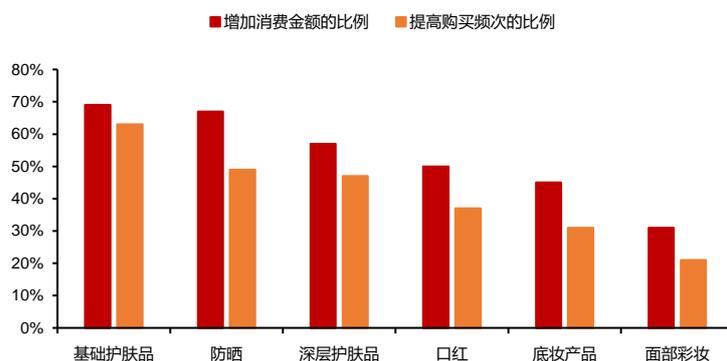
图 16 不同人群认为防晒的重要性程度，%



资料来源：巨量算数，上海证券研究所（获取时间：2021 年 6 月抖音美妆用户调研）

防晒产品消费意愿增强，消费水平上行。在消费意愿方面，防晒人群也有明显增强，消费金额和频次都有较大提升，巨量算数数据显示，67%的防晒人群增加了防晒产品的消费，49%的人群提高了购买频次，可见防晒消费正从“可选”向“必选”转化。防晒产品消费意愿增强的同时，消费水平也在上行，根据凯度消费者指数发现，中国用户对于防晒产品的日常使用习惯已经养成，相比基础类护肤产品，防晒的消费类目、消费频次、客单价都有显著提升潜力和空间。

图 17: 防晒人群过去一年美妆消费情况, %



资料来源: 巨量算数, 上海证券研究所 (获取时间: 2021 年 6 月抖音美妆用户调研)

表 5: 中国市场防晒消费现状

	消费频次	购买件数	客单价
防晒产品	1.4 次	1.6 瓶	87 元/件
面霜/乳	2 次	2.6 瓶	91 元/件

资料来源: 巨量算数, 上海证券研究所 (获取时间: 2021 年 6 月抖音美妆用户调研)

客单价、消费频次与年龄相关性强。从消费客单价看, 年龄与消费价格基本正相关。巨量算数数据显示, 在抖音用户偏好的价格带分布中, 选择 200 元以内单品的占比达 74%, 大众化产品比例较高。消费价格跟用户的年龄分布正相关度明显, 随着年龄段的递增, 防晒消费水平需求也逐渐提升; 从消费频次看, 防晒仍为快消单品, 近五成抖音用户每季度购买 1 次及以上, 并且年轻用户防晒使用更高频也更随性。

表 6: 不同年龄段的防晒人群的消费价格 TGI

	18-25 岁	26-30 岁	31-40 岁	41-50 岁	50 岁以上
0-80 元	138	76	85	110	130
80-120 元	128	91	94	97	94
120-200 元	85	117	98	98	108
200-400 元	68	115	117	95	56
400-600 元	58	80	123	110	122
600 元以上	40	90	120	118	143

资料来源: 巨量算数, 上海证券研究所 (获取时间: 2021 年 6 月抖音美妆用户调研)

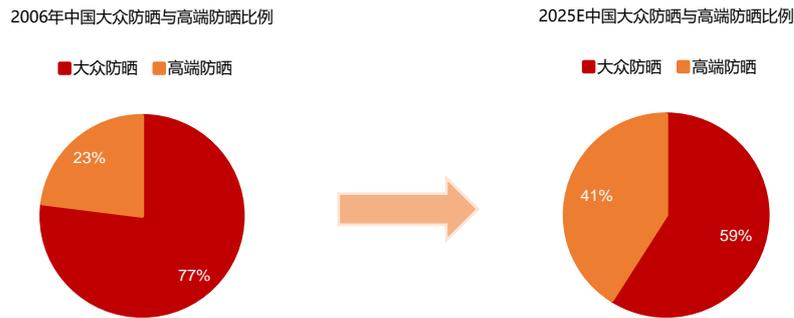
表 7：不同年龄段的防晒人群的消费频次 TGI

	18-25 岁	26-30 岁	31-40 岁	41-50 岁	50 岁以上
每月购买至少 1 次	119	112	111	65	26
每季度购买至少一次	91	105	102	107	80
每半年购买至少一次	88	83	103	116	131
每年购买至少一次	87	103	93	94	184
看到合适就买	122	100	93	92	98

资料来源：巨量算数，上海证券研究所（获取时间：2021 年 6 月抖音美女用户调研）

消费升级、专业化趋势下，防晒产品结构趋于中高端化。伴随用户消费升级，防晒产品高端化、专业化趋势不断显现。防晒市场分为大众和高端市场，根据 Euromonitor 数据，高端防晒市场比例由 2006 年的 23% 上升至 2020 年的 35%，而大众防晒市场比例则不断下滑至 65%，Euromonitor 预测，我国高端防晒占比将持续上升至 2025 年的 40.6%。

图 18：中国大众防晒及高端防晒比例，%

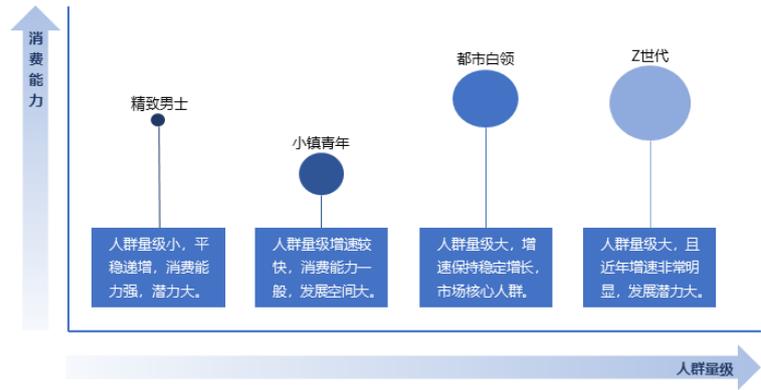


资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

2.1.3 消费趋势：用户年轻化，纯净美妆、成分复配成聚焦点

Z 世代成为主力军，规模增速居首位。对防晒市场进行消费人群画像分析，防晒人群仍以女性为主，但年龄结构相对更年轻化。根据美丽修行大数据，在按人群量级和消费能力细分的 Z 世代、都市白领、精致男士、小镇青年四类典型人群中，Z 世代防晒消费意识逐渐增强，近 3 年人群量级增速居首位达 64.93%。据《Z 世代消费者洞察报告》数据显示，Z 世代成为防晒品类的主力消费人群，占比 5 成，支撑起防晒百亿市场。

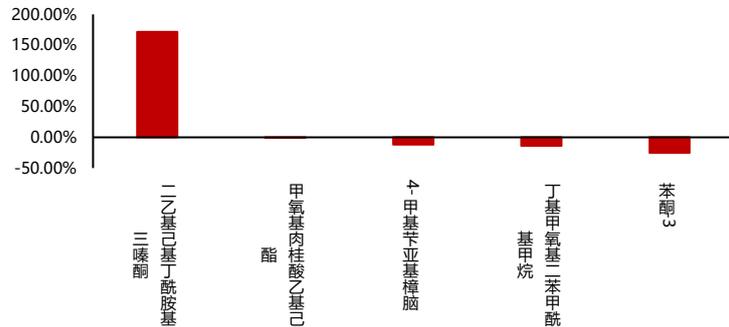
图 19: 防晒品类四大典型细分人群



资料来源：美丽修行，上海证券研究所

安全性为先，倾向稳定清爽成分。消费者日益重视护肤品安全性，原料、技术皆成为被选择的关键指标之一。防晒剂作为防晒产品的核心原料，从安全性出发，品牌及消费者越发倾向稳定清爽的成分。巨量数据显示，品牌研发产品更倾向于更清爽、风险系数更低的原料。2018-2021年，安全风险较高的成分如4-甲基苄亚基樟脑、二苯酮-3 逐渐被头部品牌所抛弃，安全系数高的二乙基己基丁酰胺基三嗪酮 CAGR 达到 171.44%。

图 20: 近三年防晒剂使用数量增速变化



资料来源：美丽修行，上海证券研究所

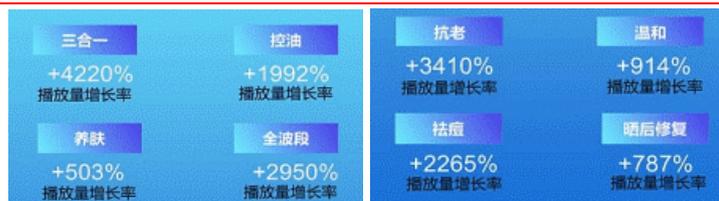
表 8: 热门防晒剂榜单

热度排名	成分名称	CAS Number	防晒剂类型	美修指数
1	甲氧基肉桂酸乙基己酯	5466-77-3	化学防晒剂	99.81
2	二氧化钛	13463-67-7	物理防晒剂	99.53
3	水杨酸乙基己酯	118-60-5	化学防晒剂	97.84
4	氧化锌	1314-13-2	物理防晒剂	96.37
5	双-乙基乙氧苯酚甲氧苯基三嗪	187393-00-6	化学防晒剂	89.71
6	奥克立林	6197-30-4	化学防晒剂	88.39
7	4-甲基苄亚基樟脑	36861-47-9; 38102-62-4	化学防晒剂	88.32
8	二乙氧基苯甲酰基苯甲酸己酯	302776-68-7	化学防晒剂	87.52
9	丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷	70356-09-1	化学防晒剂	85.74
10	二苯酮-3	131-57-7	化学防晒剂	84.01

资料来源：美丽修行，上海证券研究所

乘功效之风，“多效合一”备受青睐。我们认为随着“功效”、“成分”理念的普及，消费者对防晒功能的要求逐渐综合化。防晒产品已经不局限于单纯的防晒黑，而是兼具防晒、养肤多重功效，主要体现在：1) 防护力仍然是第一优先级，美白、高倍防晒、防水需求排名靠前，主打修护、保湿、美白等“多效合一”宣称的防晒产品受消费者欢迎程度较高；2) 对一瓶多用、精简步骤期待更高；3) 多效型、养肤型、全波段防晒已经进入消费者需求视野。

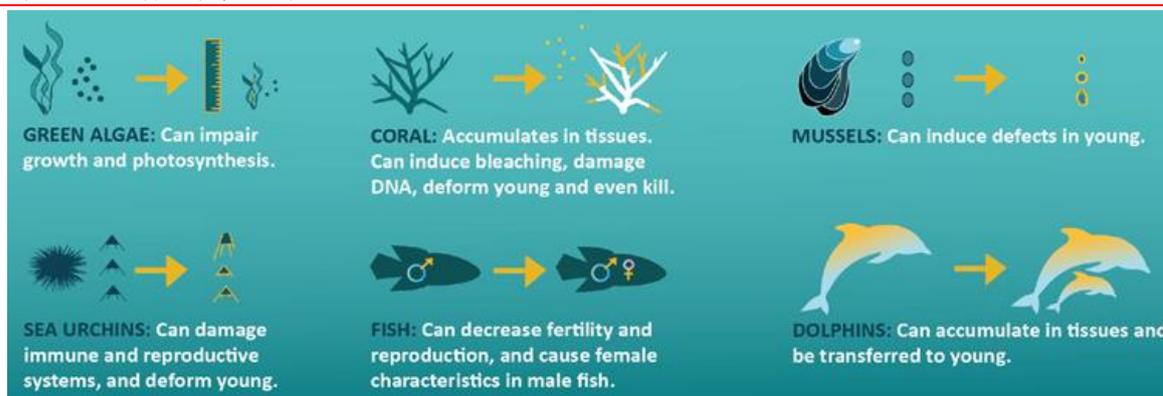
图 21：抖音防晒功效热点



资料来源：巨量算数，上海证券研究所

纯净美妆珊瑚友好型防晒产品受到关注。《环境污染与毒理学杂志》的一项研究显示，科学家估计每年有多达 14000 吨的防晒霜被海水冲走并进入海洋，防晒霜中的有害化学成分对整个海洋生态环境都会造成破坏。防晒霜中，能吸收紫外线的氧苯酮和能吸收 UVB 射线的桂皮酸盐被发现对珊瑚有严重危害。据 BBC 报道，2020 年 1 月 1 日起，太平洋国家帕劳禁止在该国使用和出售含有氧苯酮、桂皮酸盐等常见成分的防晒霜，共有十种化学品被列入帕劳的禁令。至少有 5 个国家或地区发布防晒霜成分禁令。未来随着海洋友好理念的逐渐普及，支持海洋安全、不会对珊瑚礁造成有害影响的海洋环保类防晒产品将会更受欢迎，也更具有竞争力。

图 22：防晒霜对海洋的危害



资料来源：NOAA，上海证券研究所

2.2 供给端：竞争格局集中，科思规模全球领先

跨国龙头先发优势主导市场，科思竞争力提升后来居上。巴斯夫、德之馨等大型跨国公司为全球防晒剂主要生产商，其在规

模、技术、市场等方面均具有先发优势。随着中国化工行业的发展和国内化妆品行业市场规模的快速增加，质量优异并且拥有成本优势的国内防晒剂企业开始进入国际化妆品原料供应体系。科思股份作为国内化妆品原料厂商，经过长期研发积累和市场培育，不断改进生产技术和工艺、提升产品品质、降低产品成本，优化市场渠道与客户服务能力，产销量一直保持着较高的增长速度，已具备较强的市场竞争力，市占率快速提高。根据 Euromonitor 数据，公司在 2017-2019 年市占率从 20.65% 提升至 27.88%。2021 年，全球消耗防晒剂约 5.2 万吨，科思在 2021 年以防晒剂销量为 1.12 万吨，全球市占率保持 21.5% 的水平，位居同业前列。

表 9：公司防晒剂领域主要竞争对手

公司名称	公司简介	主要竞争产品
巴斯夫 (BASF)	全球领先的化工公司之一，世界上工厂面积最大的化学产品基地。业务覆盖六大板块：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、其他。	对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克利林、双-乙基己氧苯酚甲氧基苯三嗪等
德之馨 (Symrise)	于 2003 年由 Haarmann & Reimer 和 Dragoco 两家公司合并而来，业务主要分为三大板块：香料香精、营养品、个人护理。	原膜散酯、奥克利林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等
Chemspec	成立于 1978 年，生产各种原料药中间体与个人护理产品。	原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等
美丰化工	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。业务包括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。	二苯甲酮-3、奥克利林、阿伏苯宗等

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

原料商加价空间有限，化妆品新规为原料商带来机遇。防晒剂作为防晒化妆品的原料，规模受下游终端产品需求主导，而产业链的核心价值正集中于下游的品牌端与渠道端。化妆品产业链价值分配上终端与工业成本之间有 5-10 倍的加价率，假设终端产品为 100 元，原材料成本为 10 元，则原料商的毛利率在 15-30% 区间，品牌商毛利率最高，能达 60%-80%，在产业链环节加价空间最大。2021 年正式实施的新《化妆品监督管理条例》中明确提出：**1）**按照风险分类管理，首创原料报送码制度，实现一码溯源，绑定原料商和品牌商；**2）**明确企业主体责任：规定注册人、备案人对化妆品质量和功效宣称负责，而非监管部门为其背书；**3）**重视产品的安全性与有效性，扩大监管范围，提高违规成本。新规将深化产业链变革，强化原料生产商和品牌商的合作关系。具有强资质背书的原料公司将获得更高的客户粘性和稳定性，头部原料商集中度提高，同时凭借原料优势向下游应用端、品牌端延伸，打开更大的市场。

图 23: 中国本土美妆产业链价值分配



资料来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

2.3 香料香精: 国际公司主导, 国内行业集中度低

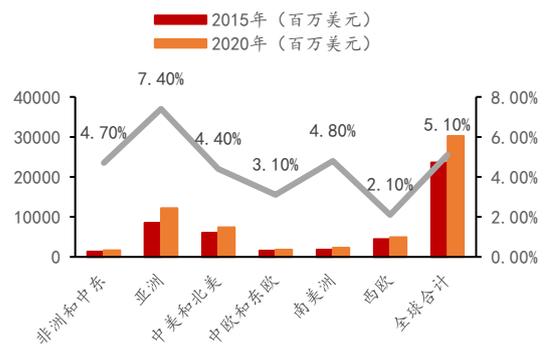
香料香精广泛应用于食品、日化、烟草、饲料等行业中, 有“工业味精”之称, 其与其他产品配套关联性强, 且有较高科技属性。据资料显示, 2021 年全球香精香料行业市场规模达 291 亿美元, 同比增长 2.5%。从市场区域分布来看, 全球香精香料行业市场主要集中在亚洲、美洲及欧洲等较发达地区, 而其它地区市场规模较小。具体来看, 2020 年全球香精香料市场中, 亚洲占比最高, 达 40%, 其次为中美及北美地区和西欧地区, 占比分别为 25%和 16%。合成香料是香精的原料, 由于其生产不受自然条件限制, 产品质量稳定, 不少产品拥有自然界非天然存在的独特香气而受到欢迎。我国是全球香料香精行业占比较大的市场, 也是全球香料香精研发、新技术、新产品的重要聚集地之一。据中国香料香精化妆品工业协会数据, 2021 年我国香料香精产量为 2027 吨, 同比增长 4.48%, 香料香精产量增长稳定。

图 24: 香精香料产业链



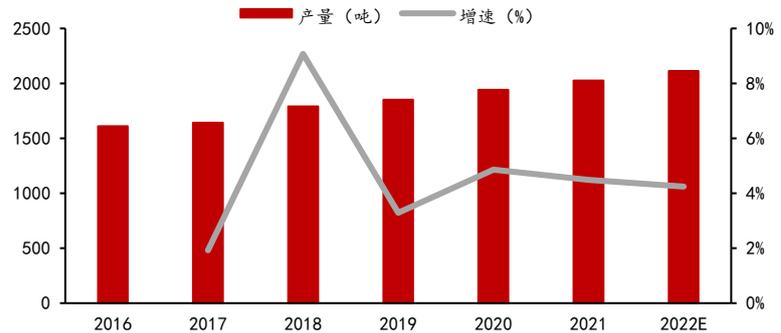
资料来源: 华经产业研究院, 上海证券研究所

图 25: 全球不同地区香精香料市场规模和增长率



资料来源: 观研报告网, 上海证券研究所

图 26：中国香料香精产量及增速



资料来源：中商情报网，上海证券研究所

香料日化市场应用规模稳步上升。我国香料主要应用于化妆品、洗涤用品等日用化学品行业和食品制造行业。**食用香精市场：**由于社会监管对食品制造业的香精等添加剂的使用管理更加严格、消费者更加注重食品安全，食用香精行业市场规模的增速减缓。**日化香精市场：**随着下游行业快速发展和应用领域的不断拓展，在未来较长的期间内，日化香料的消费量将会持续稳定增长。2016 年我国香料香精行业市场规模达到 252 亿元，到 2022 年，我国香料香精行业市场规模达到 499 亿元，较 2020 年同比上升 7.31%。

图 27：中国香精香料市场规模

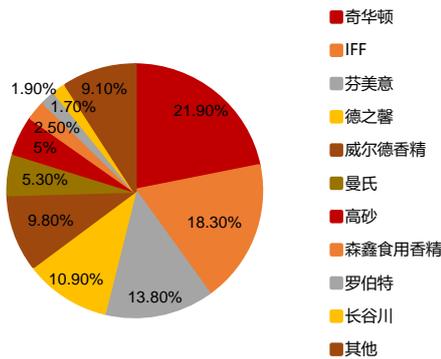


资料来源：中商情报网，上海证券研究所

全球香料香精行业集中度较高，国内市场整体分散。由于技术、人才、资金和大客户等壁垒存在，马太效应影响下行业处于寡头垄断的发展阶段。观研天下数据显示，2007-2019 年，全球市场 CR10 不断提升，2019 年达到 90.9%，2017-2019 年的 CAGR 为 7.3%，集中度提升不断加速，各国际巨头均掌握超过 1,000 种产品。2018 年国际香料香精 IFF 公司完成对花臣的收购，行业市场集中度提升趋势更为明显。2019 年，全球的香精香料行业 CR5 为 74.7%，其中，全球香精香料市场的集中度高，全球前几大香料

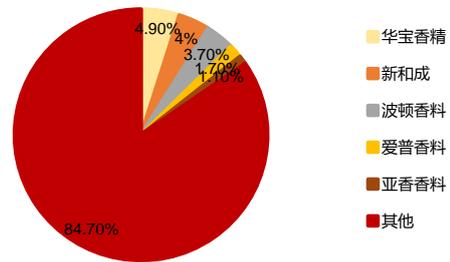
香精企业主要为欧美厂家。根据 Statista 的信息，2021 年，奇华顿、国际香料香精公司 IFF、德之馨 Symrise、芬美意 Firmenich 这四家企业占据了全球香精香料市场 55% 的份额，中小企业已较难打破垄断格局。我国香料香精市场总体分散，国内市场跨国公司竞争者较多，内资企业规模普遍偏小。据华经情报网，截至 2021 年 7 月 1 日，企查查数据显示，我国香料香精行业企业共有 38765 家，其中最近一年内成立的新增企业数量为 413 家，成立 10 年以上的企业有 10511 家。

图 28：2019 年全球香精香料企业 CR10 占比，%



资料来源：观研报告网，上海证券研究所

图 29：2019 年中国本土企业香精香料业务营收 CR5，%



资料来源：观研报告网，上海证券研究所

3 防晒剂+合成香料双轮驱动，竞争壁垒深厚

3.1 产品品类丰富，竞争优势显著

公司主要业务分为以防晒剂为主的化妆品活性成分和合成香料两大板块，产品广泛应用于产业链下游防晒膏、霜、乳液等化妆品、紫外线吸收剂，以及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。从防晒剂来看，公司已经成长为全球最主要的化学防晒剂制造商之一，具备防晒剂系列产品的研发和生产能力，凭借完整的产品线和严格的品质管理，成为国际防晒剂市场的有力竞争者；从合成香料来看，公司也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一，产品在国际市场上具有较强的竞争力。

- **防晒剂：**公司防晒剂及其原料产品已覆盖市场上主要化学防晒及品类，且涵盖 UVA、UVB 所有波段，主要产品包括阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (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) 等。除防晒剂外，公司还具备

生产合成防晒剂所需原料的能力，其产品对甲氧基苯乙酮（MAP）、对叔丁基苯甲酸甲酯（MBB）等均可运用于防晒剂阿伏苯宗（AVB）的生产。此外，公司也有美白类化妆品活性成分陆续向市场推出，如维生素 C 磷酸酯钠（C-50），其具有维生素 C 美白提亮功效的同时，能有效抵抗紫外线侵袭，并可捕获自由基，促进胶原蛋白的生成，兼具抗氧化抗衰老的功效。

- **合成香料：**通过化学合成方法生产的香料，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。公司深耕香料领域几十年，是中国较早投入生产合成香料的企业，其产品主要包括铃兰醛（LLY）、对叔丁基苯甲醛（TBB）、对甲氧基苯甲醛（PMOB）、合成茴脑（AT）、2-茶乙酮（ β -U80）、对甲基苯乙酮（TAP）等。科思股份为全球能够大规模生产制备铃兰醛香料的三家厂家之一，其原料生产达到国际领先水准。

表 10：公司主要产品及应用场景

业务板块	主要产品	应用场景
化妆品活性成分及其原料	阿伏苯宗	防晒膏、霜、乳液等化妆品、紫外线吸收剂
	奥克林林	
	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	
合成香料	维生素 C 磷酸酯钠	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
	铃兰醛	
	对叔丁基苯甲醛	
	对甲氧基苯甲醛	
	合成茴脑	
	2-茶乙酮	
	对甲基苯乙酮	

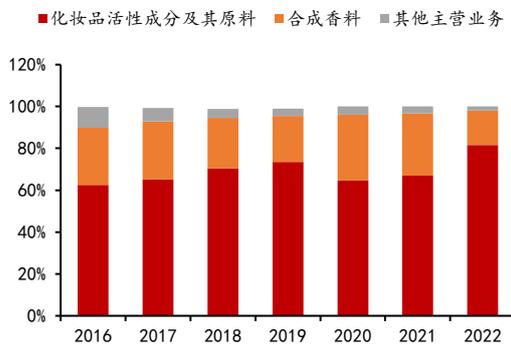
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

防晒剂为营收支柱，合成香料创造新增长点。以防晒剂为主的化妆品活性成分及其原料在公司营收中占比 60% 以上，22 年占比 81.65%，首次突破 80%。收入增速高于第二大品类合成香料。2022 年，防晒剂收入达 14.41 亿元，同比+97.13%；毛利率为 40.11%。防晒剂中阿伏苯宗（AVB）为主要防晒剂种类，2016-2019 年阿伏苯宗收入分别为 1.19 亿元、1.51 亿元、1.58 亿元、1.88 亿元，占比防晒剂品类分别为 19.53%、21.30%、16.22%、17.09%。随着防晒剂产品品类的扩充，阿伏苯宗占比有所下降。对甲氧基肉桂酸异辛酯（OMC）属于油性 UV-B 吸收剂，是最常见的防晒剂之一，其在科思股份防晒剂营收中占比第二约 18%-20% 左右。原膜散酯（HMS）、水杨酸异辛酯（OS）以及双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）占比均有提升，主要原因是相对价格较低、防晒功效更好等多种因素带动销量提升。P-S 表现最为突出，

由 2017 年的 0.26 亿元上升至 2019 年的 0.89 亿元，CAGR 达 85.02%。

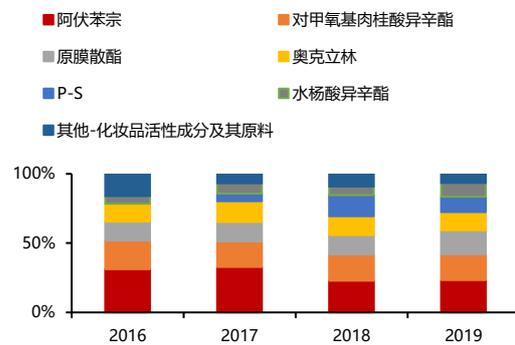
合成香料方面，近年因国内外疫情反复，消毒类、清洁类产品使用频率增加，合成香料为该产品必要添加成分，驱动公司该类业务增长。2022 年以来随着疫情减弱，洗涤、消毒杀菌类产品需求减弱，市场竞争有所增加，公司合成香料业务在前几年高基数的基础上增长承压，22 年收入 2.89 亿元，同降 10.53%，2022 年毛利率 23.22%，同降 4.12pcts，营收和毛利率水平均有所回落。

图 30：2016-2022 年公司分品类营业收入占比，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 31：2016-2019 年公司防晒剂原料营收细分占比，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

产品矩阵丰富，毛利率增长稳定。公司防晒剂产品矩阵丰富，已覆盖市场上主要化学防晒剂品类，涵盖 UVA、UVB 所有波段，可为不同需求的下游客户提供其所需产品。公司规模化销售中国已批准的 25 种化学防晒剂中的 7 种，覆盖占比达 28%。成本方面，得益于发展中国家资源及劳动力成本的优势，同时公司能够较为灵活的转嫁上游成本端压力，成本费用管控能力优异，近几年毛利率增长稳定。

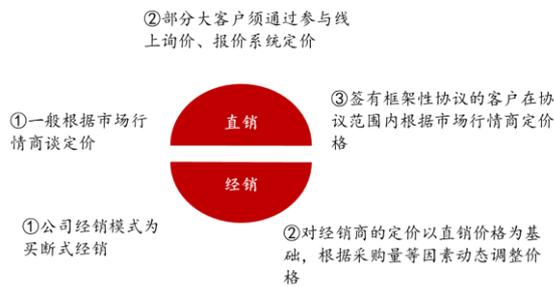
图 32：2016-2022 年公司分品类毛利率水平，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

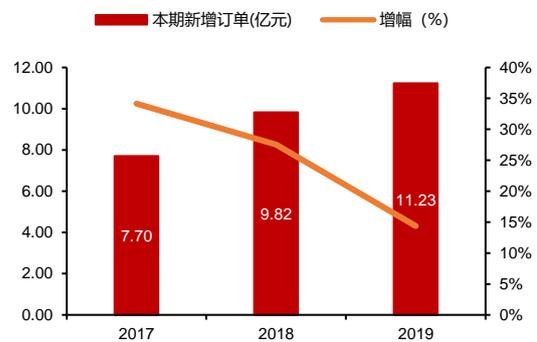
公司不断提升产品品质，降低产品成本，优化市场渠道与客户服务能力，已占据可观的市场份额并持续扩大。2017年，化工原料价格大幅上涨，成本端承压。公司经过多年的技术研发和生产技术积累，已经形成了专有的核心技术和特色生产工艺，产品市场竞争力稳步提升，同时合作客户均为大型跨国企业，其跨国采购主要关系的问题是品质问题。基于多重因素，公司积极与下游客户协商提高产品可行售价，并于2018年起对主要产品进行了多轮提价。随着提价作用显现，成本上行压力得以缓解，毛利率净利率水平维持稳定，同时提价后公司订单并未受到负面影响仍然持续增加。

图 33：公司提价原则



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 34：公司提价后订单情况

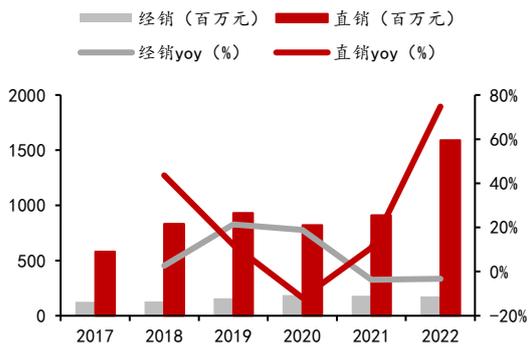


资料来源：公司年报，上海证券研究所

3.2 渠道：直销为主，经销为辅

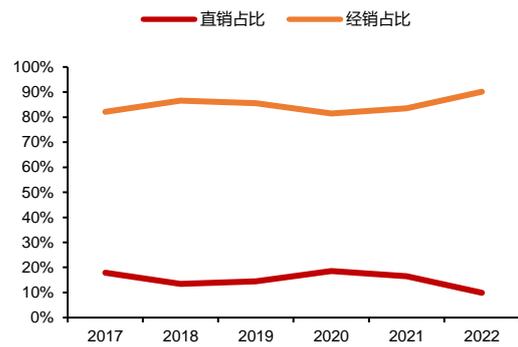
直销为主要销售渠道，经销合作稳定。为了尽可能地开拓国际市场并与国际主流化妆品公司、香料香精公司建立长期合作关系，公司针对具有一定规模的大中型终端客户，运用自身的销售体系直接销售；对于地域相对集中但是单一客户需求量较小的客户群，公司通过经销商进行集中销售和服务，以降本增效。经销模式均为买断式经销，公司以直销价格为基础直接与经销商签署销售合同并结算定价，根据采购量等因素动态调整价格，与经销商达成长期稳定良好的合作关系。从营收来看，直销为大头且呈现逐年增长态势，2022年公司直销收入为15.90亿元，占比达90.11%，同比增长15.38pcts。

图 35: 2017-2022 年公司销售渠道变化情况



资料来源: 公司招股书、年报, 上海证券研究所

图 36: 2017-2022 年公司销售渠道占比变化情况, %

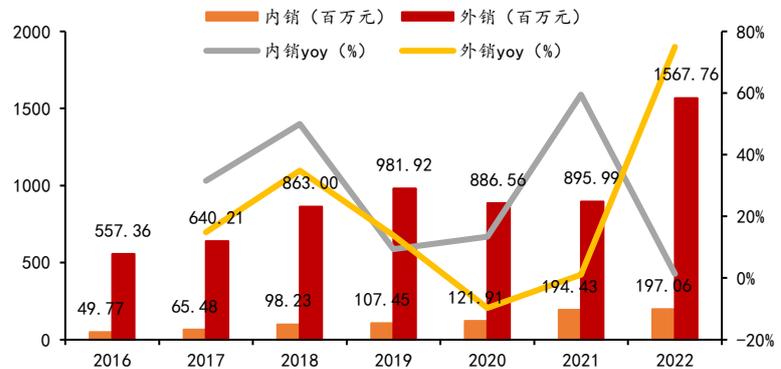


资料来源: 公司招股书、年报, 上海证券研究所

3.3 深度绑定优质客户，合作全球头部化妆品集团

外销贡献主要营收，内销占比不断提升。公司产品主要面向大型跨国企业为代表的国际主流市场，以境外销售为主，尤其是防晒剂需求旺盛的欧美地区。境外销售收入占公司主营业务收入 80% 以上，2020 年由于疫情影响物流运输，外销收入有所下滑，但境内外销售结构整体保持相对稳定。随着公司逐步拓展国内市场、开拓客户资源，叠加国内护肤、防晒等产品的需求稳定增长，公司产品外销占比逐步提升。2022 年，公司境外、境内分别实现营收 15.68 亿元、1.97 亿元，占比分别为 88.83%、11.17%，其中国内营收同比+1.35%。

图 37: 公司境内外营收及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司深入全球化妆品供应链，客户大多为国际知名的专用化学品、化妆品和香料香精企业。凭借丰富的产品矩阵、优秀的生产研发能力和可靠的产品质量，公司现已成为全球主要防晒剂生产企业之一，业内口碑较高。公司的化妆品活性成分及其原料客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等全球著名的化妆品公司和专用化学品公司；合成香料方面与奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名的香料香精公司和口腔护理品公司建立了长期稳定的合作关系；其他产品

的客户包括拜耳、扶桑化学等知名化学品公司。公司客户合作稳定且时间长，德之馨、奇华顿、芬美意等与科思股份合作时间均长达十年以上。

表 11：公司主要合作客户

客户名	客户主要介绍	合作时间	合作内容	定价政策
帝斯曼	拥有生命科学和材料科学领域的专长，并运用两者的独特结合不断推动经济繁荣、环境改善和社会进步。2019年5月，福布斯全球企业2000强榜单发布，帝斯曼排名第731。	2015年	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、苯基苯并咪唑磺酸、维生素C磷酸酯钠等	协商确定
亚什兰	全球领先的特种化学品公司，为全球100多个国家提供特种化学品。个人护理板块包括皮肤及防晒护理、头发护理、口腔护理、家用护理等板块。2016年，美国500强，第472名。	2013年	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯等	按照该种产品的市场价格随行就市
拜尔斯道夫	致力于开发、生产及销售高品质的护肤品，创口贴及胶带等品牌产品。德国个人护理用品巨头，旗下拥有全球知名的德国护肤品牌Nivea（妮维雅）和高端护肤品牌La Prairie（莱珀妮）等。	2016年	阿伏苯宗、原膜散酯、水杨酸异辛酯	以市场化招投标方式确定价格
奇华顿	全球领先的香料香精公司，为全球消费者提供丰富的香料香精产品。2018年营业收入56.53亿美元，收入规模位列全球香精香料企业第一。	2003年	合成茴脑、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲氧基苯甲醛	以市场化招投标方式确定价格
芬美意	全球领先的香料香精公司，总部位于瑞士日内瓦。2018年营业收入38.14亿美元，收入规模位列全球香精香料企业第三。	2005年	对甲氧基苯甲醛、铃兰醛	以市场化招投标方式确定价格
IFF	是全球领先的香料香精公司，为全球160个国家提供35,000多种香精香料产品。2018年营业收入40亿美元，收入规模位列全球香精香料企业第二。	2011年	对甲氧基苯甲醛	以市场化招投标方式确定价格
德之馨	于2003年由Haarmann & Reimer和Dragoco两家公司合并而来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。	2006年	对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克利林、铃兰醛	按照该种产品的市场价格随行就市
欧莱雅	世界著名的化妆品生产厂商，美妆行业中的领导者。2019年7月，《财富》世界500强榜单公布，欧莱雅位列第396位。	2013年	奥克利林、原膜散酯、阿伏苯宗	以市场化招投标方式确定价格
强生	世界上规模最大，产品多元化的医疗卫生保健品及消费者护理产品公司，是最具综合性、分布范围最广的卫生保健产品制造商、健康服务提供商。2018年，世界500强排名第100位。2019年，世界500强第109名。	2013年	阿伏苯宗、原膜散酯	按照该种产品的市场价格随行就市
宝洁	全球的日用消费品公司巨头之一2019年12月25日，获得2019年度人民匠心品牌奖。2019年，世界500强，第146名。	2016年	对甲氧基肉桂酸异辛酯等	以市场化招投标方式确定价格

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 12：公司前五大客户合作情况

2017		2018		2019	
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
帝斯曼	28%	帝斯曼	43%	帝斯曼	41%
德之馨	11%	德之馨	9%	亚什兰	10%
亚什兰	11%	亚什兰	6%	德之馨	6%
Sun	6%	奇华顿	6%	奇华顿	6%
奇华顿	6%	拜尔斯道夫	4%	上海禾稼	4%
合计	62%	合计	68%	合计	66%

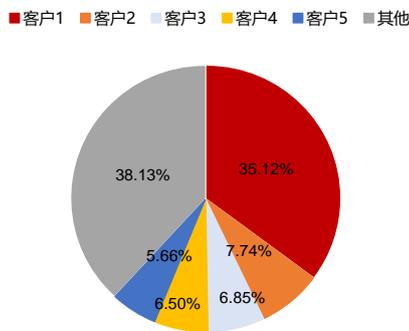
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

第一大客户为帝斯曼，前五名客户销额占比超50%。2019年，公司前五名客户为帝斯曼、亚什兰、德之馨、奇华顿、上海禾稼

请务必阅读尾页重要声明

贸易，合计占年度销售额比例为 65.59%。2021 年，公司前五名客户合计占年度销售额比例仍高达 57.08%，22 年持续提升至 61.88%。前五大客户中，帝斯曼是一家国际性的营养保健品、化工原料和医药集团，公司与帝斯曼从 2015 年开始建立合作关系，并于 2015 年 7 月签订关于奥克立林、原膜散酯、阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯和水杨酸异辛酯 5 个防晒剂产品的《采购协议》，达成长期独家供应的合作关系。公司产品在品质等方面逐步得到帝斯曼的认可，合作逐步加深，近年来采购量与采购品种双涨。合作品类方面，2018 年帝斯曼增加了对公司产品苯基苯并咪唑磺酸与维生素 C 磷酸酯钠的采购，采购品类进一步拓展；采购量方面，2017-2019 年帝斯曼采购额占年度销售总额比例从 28.17% 提升至 40.52%，为公司第一大客户。

图 38：2022 年公司前五大客户



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 39：公司前五名客户占比营业收入趋势



资料来源：公司招股书、年报，上海证券研究所

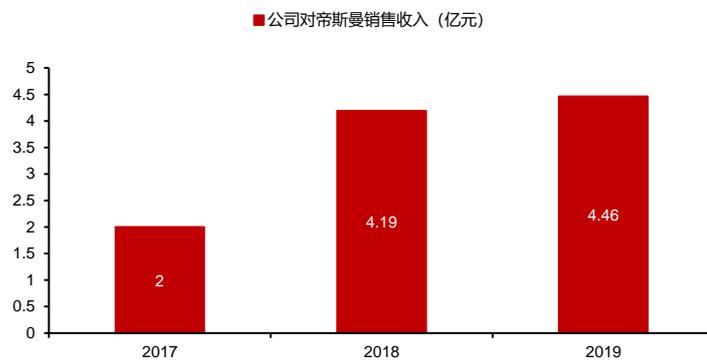
从销售到产品研发，与帝斯曼不断深化合作。与帝斯曼在销售端深度绑定的同时，公司也启动了合作研发事宜的商谈，双方于 2015 年下半年起陆续开展了一系列工艺开发、验证等工作。公司与帝斯曼合作研发了 P-S、P-M 两种新型广谱紫外线吸收剂产品，并于 2016 年完成生产线建设，P-S 产品 2017 年至今随着产量逐步扩大，营收占比也不断提升。双方约定 2020-2023 年最低采购量及相应的独家采购和供应义务自动延续条款，科思股份凭借优秀的制造工艺和高品质的产品实现与众多国际大牌深度捆绑，彰显公司供应链、生产、研发等多维综合竞争优势，国际巨头客户的认可也为公司拓展新客户群提供了良好的背书。

表 13: 截止 2019 年 12 月 31 日招股书, 公司与帝斯曼合作研发的技术

非专利技术名称	技术来源	主要应用产品	涉及研发人员	具体形成过程
纳米研磨技术	合作研发	P-M	刘启发、王荣、王中孝、杨建	发行人于 2015 年 12 月开始与 DSM Nutritional Products AG 合作研究纳米研磨技术, 并于 2016 年 12 月将取得的研究成果用于新型防晒剂产品 P-M 的生产。
格氏反应技术	合作研发	P-S	刘启发、王荣、王中孝、杨建	发行人于 2015 年下半年开始与 DSM Nutritional Products AG 合作研究格氏反应技术, 并于 2016 年 12 月将取得的研究成果用于新型防晒剂产品 P-S 的生产。

资料来源: 公司招股书, 上海证券研究所

图 40: 公司对帝斯曼的销售收入不断增长



资料来源: 公司招股书, 上海证券研究所

3.4 生产资质完备, 研发技术储备充足

生产质量管理体系完备, 核心技术提高生产效率。公司所属行业对于产品质量的监管要求较高, 科思深耕行业多年, 在满足众多国际客户的要求方面积累了丰富的经验。公司不断加强对核心技术和产品的开发力度, 生产和质量管理体系获得持续提升。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 的现场审核以及欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 的双重认证。研发中心经过多年的建设, 逐步形成了以产品研发为核心, 技术创新与管理创新相结合的科技管理体系。公司储备了大量处于行业领先的核心技术和生产工艺, 例如在 Friedel-Crafts 烷基化/酰基化、缩合、加氢、氧化、醚化、酯化等反应方面形成了自身技术优势, 极大丰富产品结构, 同时在提升相关产品生产线的产能利用率、降低物耗水平、减少三废排放等方面具有前瞻性。

多项专利巩固企业技术护城河。经过长期自主开发和经验的积累, 公司已形成了从实验室到工业化生产的研发和转化体系, 拥有省级企业技术中心及多项技术成果和高新技术产品认定; 在合成香料、新型防晒剂及其他化妆品原料领域的新产品、新工艺

开发方面公司取得了有益进展，进一步拓宽产品布局。2020年末，公司共拥有130多项专利技术，其中包括22项发明专利；科研成果不断增加，2021年又新增专利申请14项，获得专利授权23项（其中发明专利6项）。公司研发和生产的6个防晒剂产品被马鞍山市科学技术局认定为高新技术产品，4个产品被江苏省科学技术厅认定为高新技术产品，技术研发实力雄厚。2022年，公司围绕现有核心技术和总体发展战略，开展市场导向的新产品、新工艺开发，在合成香料、新型防晒剂及其他化妆品原料领域的新产品、新工艺开发方面取得了有益进展，新增专利申请20项，获得专利授权31项，其中发明专利12项。

表 14：公司核心技术

核心技术名称	技术来源	主要应用产品	与专利和非专利技术的对应关系	技术优势
高选择性加氢技术	自主研发	铃兰醛、异佛尔醇（中间品）	专利技术	降低产品单耗的同时提高了产品品质
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	专利技术	绿色环保
Friedel-Crafts 烷基化反应技术	自主研发	对叔丁基甲苯	专利技术	具有催化剂用量小、效率高、选择性高，产生的三废少等优点
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、对异丙基苯乙酮	非专利技术	大幅度减少了三氯化铝的用量和三废产生的量；提升了原料转化率和产品选择性；实现了产品和副产的联产，实现了产品线的延伸，降低了产品的制造成本，经济效益达到最大化
亚甲醛缩合反应技术	自主研发	阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲烯基苯甲基樟、依托立林	专利技术	提高了产品品质和产品收率，降低了产品的制造成本的同时大大降低了三废处理成本
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	非专利技术	大大降低三废的产生
酯化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲酸甲酯	专利技术	反应效率高、选择性高、副反应少、设备腐蚀小、操作简便、催化剂循环套用等优势，而且三废排量低，产品制造成本低
MPV 化学还原技术	自主研发	合成茴脑	非专利技术	提高了反应的转化率和醇的选择性
纳米研磨技术	合作研发	P-M	非专利技术	使得物料的尺寸可以长期稳定在纳米级别，完全满足高端防晒剂产品市场的需求。

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

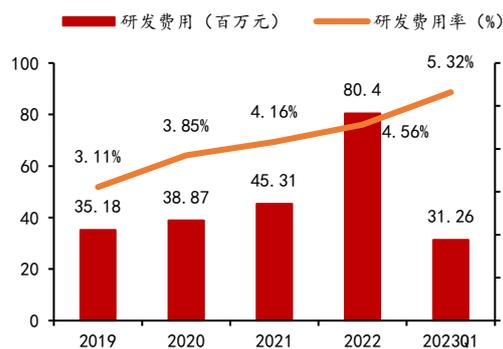
表 15：公司主要在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
防晒增效剂 BHB	深挖防晒领域市场，丰富防晒相关产品类	实验室研究阶段	不断做全、做细防晒相关产品类，进一步巩固公司在防晒剂领域的龙头地位
物理防晒剂二氧化钛系列产品	拓展物理防晒剂市场	实验室研究阶段	增加物理防晒剂产品，覆盖防晒剂全领域
物理防晒剂氧化锌系列产品	拓展物理防晒剂市场	实验室研究阶段	增加物理防晒剂产品，覆盖防晒剂全领域
卡波姆系列产品	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段	增加个人护理品原料品类，扩大营业规模
高端润肤剂	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段	增加个人护理品原料品类，扩大营业规模
合成香料 M 及其衍生品项目	增加合成香料品类	主要工艺路线已打通，部分环节优化中	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
高效保湿剂	增加合成香料品类	实验室研究阶段	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
高端合成香料产品	增加合成香料品类	实验室研究阶段	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
防晒、清洁、保湿等配方应用与复配开发	提升公司配方服务能力，并对相关原料开发进行品质验证	实验室研究阶段	提升公司配方服务能力，完善客户服务体系

资料来源：公司年报，上海证券研究所

持续加大研发投入，积极开展研究储备。公司高度重视研发能力的提升，研发费用及研发费用率稳步增长，2022 年研发费用达到 0.80 亿元，同比+77.43%；研发费率也不断增加，由 2017 年的 2.91% 增至 2022 年的 4.56%，23Q1 达到 5.32%。同时，公司不断扩大研发团队的建设，研发人员数量增长迅速，从 2019 年的 151 人增长为 2022 年的 272 人，占公司总员工比例 21.33%。在研究人员储备的同时不断加强研发基础设施建设，公司子公司宿迁科思设立了“宿迁市香料中间体开发工程技术研究中心”，致力于香原料产品的研发，子公司安徽圣诺贝设立了关于防晒剂产品的研究中心。

图 41：公司研发费用及研发费用率，万元，%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 42：公司研发人员数量，人



资料来源：公司年报，上海证券研究所

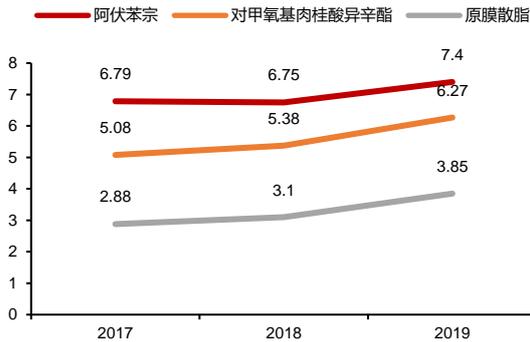
4 短期盈利修复，中长期扩产能、品类、产业链

4.1 短期：需求回暖，盈利复苏

疫情扰动，业绩承压。2015-2019年，公司营业收入 CAGR 为 24.27%，归母净利润 CAGR 达 64.56%，利润复合增速高于营收增速，业绩呈现良好发展态势。2020年，新冠疫情冲击国际交通贸易，人们出行受阻对于防晒产品需求收缩，公司营收下滑明显，同比-8.35%；但得益于内部部分产品产能利用率提高和成本费用管控有效，外部国家减免企业社会保险费等减税降费措施利好，公司综合毛利率水平进一步提高，归母净利润水平仍然保持正向增长，同比+6.35%。2021年，尽管疫情负面因素减弱，但原材料和海运运费价格大幅上涨，期间内公司加大研发投入、新增产线产能利用率尚在逐步提升中、不再享受国家减免企业社会保险费等疫情纾困政策等因素影响净利润水平，归母净利润同比-18.72%。

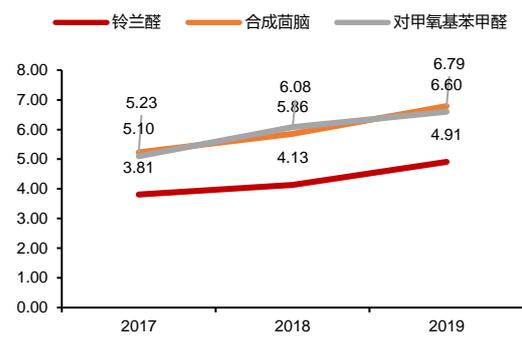
量价齐升，业绩回暖。2022年公司海外订单量回升，营收同比实现+62%；面对订单量的大幅提升，为缓解产能紧张问题，公司新增产线、加大研发，叠加原材料上行成本增加，利润端承压。随着公司部分产品提价策略的实施，成本压力得到转移；2022年公司业绩实现复苏，营收同比+62%，归母净利润同比+192%。**从业务类型来看**，公司收入主要的贡献是化妆品活性成分及其原料，2019年营收占比为 73.5%。疫情后洗涤、消毒杀菌类日用化学品消费需求增长，促进合成香料类产品的销售，以及防晒用品需求收缩双重作用下，2022年公司化妆品活性成分及其原料占比上升至 81.65%。**从客户来看**，公司主要客户包括诸多大型跨国公司，拥有良好的客户基础和信誉背书，外销贡献的收入占比约 90%上下，随着疫后世界经济复苏带动全球消费需求企稳回暖，2022年公司业绩重回增长快车道。

图 43: 公司主要化妆品活性成分产品销售单价趋势 (万元/t)



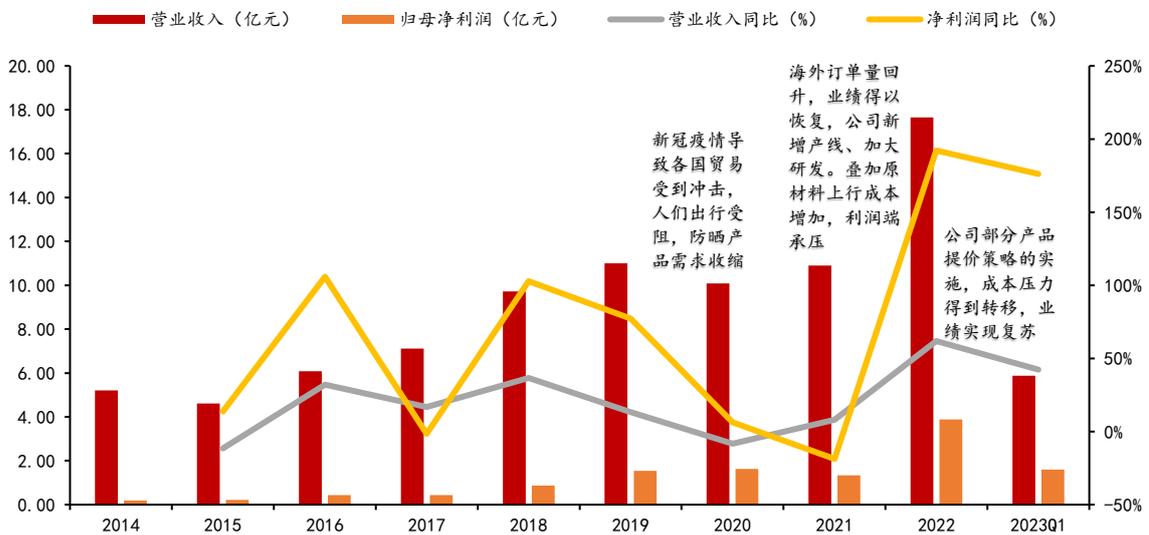
资料来源: 招股说明书, 上海证券研究所

图 44: 公司主要合成香料产品销售单价趋势 (万元/t)



资料来源: 招股说明书, 上海证券研究所

图 45: 公司短期历史业绩波动情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 中长期: 产能扩张+品类拓展, 打开成长空间

产能持续扩张, 产能利用率稳步修复。近年来行业内企业产能不断扩张, 市场竞争加剧; 落后产能在国内去产能、调结构、重视环保等经济政策背景下逐步被淘汰。公司顺应发展趋势, 加大产能建设, 以化妆品活性成分及其原料产能为例, 2017 年该类产能仅为 16680 吨/年; 2022 年化妆品活性成分及其原料产能 27070 吨/年, 产能利用率 81.05%, 在建产能 20800 吨/年; 合成香料产能 16400 吨/年, 产能利用率 54.08%。预计随着新建产能逐步释放, 产能利用率亦可恢复至较高水平。

表 16: 公司主要板块产能及产销情况

化妆品活性成分及其原料					
	2018	2019	2020	2021	2022
产能 (t/a)	20230	23460	23800	29100	27070
产量 (t)	16896	18627	14674	15279	21954
销量 (t)	16332	17321	10107	11233	16615
产销率	97%	93%	69%	74%	76%
合成香料					
	2018	2019	2020	2021	2022
产能 (t/a)	9310	9800	9800	12200	16400
产量 (t)	8237	8422	9077	11010	8864
销量 (t)	8112	7917	5594	6467	5880
产销率	98%	94%	62%	59%	66%

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 上海证券研究所

募投项目稳步推进, 建成投产有望逐步释放产能。公司阿伏苯宗 (AVB) 生产线及配套基础设施于 2020 年 10 月竣工并进入试生产阶段; 马鞍山科思基地辛基三嗪酮 (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) 以及水杨酸甲酯 (MS) 生产线已陆续投料试运行; 同时, 公司提高募集资金使用效率, 合理配置资源, 适当终止部分产线建设, 新调整建设年产 2500 吨日用化学品原料项目中的二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA) 生产线, 该产线已于 2021 年第四季度开工建设。2022 年, 公司终止“安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目”建设, 并将拟使用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”和安庆科思“科思个人护理品研发项目”, 变更募集资金投向金额 6160 万元。

新建项目建成达产后, 有利于公司盈利能力的提升以及行业地位的巩固, 增强中长期发展势能。马鞍山科思 2000 吨/年防晒用二氧化钛项目已于 22 年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。

表 17: 公司部分募投产能进展情况

项目名称	状态
马鞍山科思二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA) 生产线	已投产
安徽圣诺贝双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 扩产项目	已投产
马鞍山科思防晒用二氧化钛项目	试生产
安庆科思高端个人护理品及合成香料项目	正式启动

资料来源: 22 年报, 上海证券研究所

新型防晒剂相继投产，加速公司市场份额开拓。辛基三嗪酮（EHT）、二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（DHHB）和双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）都属于新型防晒剂，相比传统防晒剂具有防水、较高的光稳定性、较优的防晒性能等特点。

- DHHB：作为一种新型的 UVA 紫外线吸收剂，紫外吸收波段和阿伏苯宗相近，且存在光化学稳定性好、复配性佳等特点，对紫外线产生的自由基有很强的防护效果，可在化妆品中作为防晒成分广泛使用。添加 DHHB 的防晒产品包括安热沙小金瓶防晒霜、SHARELANDR 雪盈防晒霜、百雀羚美白防晒乳等。
- EHT：是近年来发展起来的一类新型广谱防晒剂，较大的分子结构使得其具有较高紫外线吸收效率，能同时吸收 UVA 和 UV 紫外线，是市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂，且耐水性和光稳定性好，同时对皮肤的角质蛋白有较好的亲和力，对痘痘肌友好且安全性高孕妇也可使用。添加辛基三嗪酮的防晒产品包括安热沙敏感肌宝宝专用防晒霜、薇诺娜清透防晒乳、曼秀雷敦新碧水薄莹润防晒乳液等。
- P-S：是一种新型广谱紫外线吸收剂、属于化学防晒剂，兼具吸收 UVA 和 UVB 功能，具有脂溶性和较高的光稳定性，搭配其他防晒剂使用可以显著增强 SPF 值。同时，三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大，具有强紫外线吸收性、高耐热性等特点。添加 P-S 的防晒产品包括安热沙小金瓶、薇诺娜清透防晒乳等。

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）和二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA）等新型防晒剂产品，未来凭借新型防晒剂的投产，业绩有望实现快速增长。公司积极开拓新兴产品线，有利于丰富产品结构。从长期来看，单一原料制造的市场空间较为有限，多品类扩展有望打开新的成长空间，公司有望依靠丰富的产品线和稳定的产品质量，与下游客户保持长期稳定的合作关系，进一步成为综合性化妆品原料供应商，巩固公司在防晒剂市场地位。

表 18: 热销防晒产品使用新型防晒剂情况

类别	品牌	产品	产品展示	防晒指数	防晒途径	化学防晒成分	物理防晒成分	定价
外资	资生堂	艳阳夏臻效水动力防护乳液		SPF50+	物化结合	甲氧基肉桂酸乙酯 奥克利林 水杨酸乙基酯 二乙氨基羟苯甲酰苯甲酸 己酯 苯基苯并咪唑磺酸 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三 嗪	氧化锌 二氧化钛	380 元/50ml
	资生堂	安热沙金灿倍护防晒乳		SPF50+	物化结合	甲氧基肉桂酸乙基酯 奥克利林 水杨酸乙基酯 二乙氨基羟苯甲酰苯甲酸 己酯 聚硅氧烷-15 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三 嗪	氧化锌 二氧化钛	228 元/60ml
	花王	碧柔清透倍护防晒乳		SPF50+	物化结合	甲氧基肉桂酸乙酯 二乙氨基羟苯甲酰苯甲酸 己酯 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三 嗪	氧化锌 二氧化钛	59 元/40ml
	欧莱雅	多重防护隔离乳		SPF50+	化学防晒	甲氧基肉桂酸乙酯 二乙氨基羟苯甲酰苯甲酸 己酯 甲酚曲唑三硅氧烷 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三 嗪 亚甲基双-苯并三唑基四甲基 丁基酚 乙基己基三嗪酮(辛基三嗪 酮)	—	309 元/60ml
国产	美肤宝	清透薄防晒喷雾		SPF50+	化学防晒	甲氧基肉桂酸乙酯 奥克利林 二乙氨基羟苯甲酰苯甲酸 己酯 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三 嗪 4-甲基苯亚基樟脑 对甲氧基肉桂酸异戊酯 苯基苯并咪唑磺酸 聚硅氧烷-15	—	89 元/150ml
	薇诺娜	清透防晒乳		SPF48	化学防晒	甲氧基肉桂酸乙酯 乙基己基三嗪酮 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三 嗪 亚甲基双-苯并三唑基四甲基 丁基酚	—	188 元/50g
	高安	柔皙透白精华防晒乳		SPF50+	化学防晒	甲氧基肉桂酸乙酯 奥克利林 亚甲基双-苯并三唑基四甲基 丁基酚 二乙氨基羟苯甲酰苯甲酸 己酯 乙基己基三嗪酮	—	99 元/50g

资料来源: 美丽修行 APP, 上海证券研究所

图 46: 国产海外含新型防晒剂的防晒产品



资料来源：美丽修行，上海证券研究所

积极开展对外投资项目，进军高端个护领域。为持续推进总体发展战略，进一步丰富公司业务结构，公司先后成立高端个人护理品及合成香料项目（安庆）、以及高端个人护理品产业基地（江宁）。其中安庆项目于2021年9月与安庆高新技术产业开发区签订协议，主要用于建设高端个人护理品及合成香料项目，总体方向在包括防晒剂在内的高端个人护理品原料和大品类的合成香料领域，公司计划总投资约30亿元人民币，建设高端个人护理品及合成香料项目，22年，“安庆科思化学有限公司科思个人护理品研发项目”主体实验装置和设施已投入使用，由于不利因素影响，募投项目实施进度放缓，预计可使用状态日期调整为2023年12月31日。据公司公告称，公司已在安庆工厂进行了首批项目规划，预计23年年中新型去屑剂产品P0、氨基酸表面活性剂产品将进入投产试运行阶段，新型广谱防晒剂P-S和高分子增稠剂卡波姆预计也将在23年的8-9月份投产试运行。23H2，公司将启动第二批项目建设规划，后期将基本保持这个节奏推进项目落地。江宁开发区项目总投资约5亿元，重在创新体系和产业孵化体系建设，也为公司未来向产品应用领域拓展做准备。公司布局个人护理品研发项目旨在拓展清洁、保湿、美白等品类，长期有利于推动公司在国际综合性原料供应商定位的基础上，向产业链纵深方向延伸扩大营业版图。

表 19：公司上市后对外投资项目

项目名称	建设内容	项目总投资
高端个人护理品及合成香料项目（安庆）	年产 95000 吨高端个人护理品及合成香料项目	30 亿元
高端个人护理品产业基地（江宁）	高端个人护理品生产中心、工程技术中心、产品应用中心、国际技术合作中心、科思研发中心及配套功能区	5 亿元

资料来源：公司公告，搜狐新闻，上海证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

1) 化妆品活性成分及其原料业务：公司化妆品活性成分及其原料业务以防晒剂为核心，产品已覆盖市场上主要化学防晒及品类，收入增长稳健。产能稳步提升，新型高端防晒剂相继投产。阿伏苯宗（AVB）生产线及配套基础设施于 2020 年 10 月竣工并进入试生产阶段；马鞍山科思基地辛基三嗪酮（EHT）生产线已陆续投料试运行；实现马鞍山科思二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA）生产线和安徽圣诺贝双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）扩产项目的顺利投产。随着国内外防晒市场规模提升，扩建产能将深化公司市场竞争能力，量价齐升推动业务持续提升。预计 2023-2025 年公司化妆品活性成分及其原料业务营收分别为 20.28、27.75、35.59 亿元，分别同比+40.72%、+36.83%、+28.26%，毛利率维持在 37%-38% 左右。

2) 合成香料业务：公司深耕香料领域，原料生产达到国际领先水准，业绩稳定。公司积极推进产品研发和产能扩张，宿迁科思设立了“宿迁市香料中间体开发工程技术研究中心”，致力于香原料产品的研发；马鞍山科思基地水杨酸苄酯（BS）、水杨酸正己酯（NHS）、水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯（AS）以及水杨酸甲酯（MS）生产线已陆续投料试运行。在香料香精日化市场应用规模稳步上升背景下，疫后居民对于个人卫生更加重视，个人卫生习惯的养成，利好上游原料，公司该类业务未来发展可期，预计 2022-2024 年合成香料业务营收分别为 3.08、3.31、3.93 亿元，分别同比+6.59%、+7.61%、18.68%，未来三年毛利率水平维持在 20% 以上。

表 20：公司营业收入与毛利率预测（单位：百万元，%）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	1,100.36	1,008.47	1090.42	1764.82	2371.52	3141.50	3990.52
营收 YOY	13.23%	-8.35%	8.13%	61.85%	34.38%	32.47%	27.03%
归母净利润	153.70	163.46	132.87	388.14	490.76	615.97	764.24
归母 YOY	77.16%	6.35%	-18.72%	192.13%	26.44%	25.51%	24.07%
毛利率	30.76%	32.98%	26.76%	36.66%	35.89%	35.71%	35.43%
净利率	13.97%	16.21%	12.18%	21.99%	20.69%	19.61%	19.15%
化妆品活性成分及其原料							
营收	808.52	651.65	730.93	1,440.96	2,027.75	2,774.56	3,558.74
YOY	18.09%	-19.40%	12.17%	97.14%	40.72%	36.83%	28.26%
毛利率	32.00%	35.38%	28.47%	40.11%	38.54%	37.78%	37.41%
合成香料							
营业收入	242.46	317	322.79	288.76	307.80	331.22	393.08
YOY	3.64%	30.74%	1.83%	-10.54%	6.59%	7.61%	18.68%
毛利率	29.89%	31.23%	27.34%	23.22%	22.01%	21.62%	20.54%
其他业务							
营业收入	38.39	39.82	36.69	35.10	35.97	35.72	38.69
YOY	-9.90%	3.73%	-7.85%	-4.34%	2.48%	-0.70%	8.32%
毛利率	34.99%	7.65%	-12.28%	5.57%	5.58%	5.08%	4.58%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5.2 投资建议

公司深耕原料赛道，防晒剂+合成香料双轮驱动，同时积极开展对外投资项目，进军高端个护领域。公司与下游国际巨头深度绑定，在产品品类、资质、技术、质量等方面形成多维领先优势，综合竞争力强，已深入国际供应链，具有一定护城河壁垒。短期疫情扰动淡化下，公司量价齐升驱动业绩回暖；中长期公司产能扩张叠加品类拓展有望实现业绩持续增长。预计公司 2023-2025 年营收分别 23.72、31.42、39.91 亿元；同比分别+34.4%、+32.5%、+27.0%；归母净利润分别 4.91、6.16、7.64 亿元，同比分别+26.4%、+25.5%、+24.1%。对应 EPS 分别为 2.90、3.64、4.51 元/股，对应 PE 分别为 23、18、15 倍。首次覆盖，“买入”评级。

表 21：可比公司估值对照表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
科思股份	113.36	66.95	2.29	2.90	3.64	4.51	22.75	23.10	18.40	14.83
精细化工										
天赐材料	890.31	46.21	2.97	2.42	3.21	3.99	14.79	19.08	14.39	11.59
赞宇科技	49.30	10.48	-0.15	0.72	1.16	1.47	-82.67	14.59	9.01	7.13
平均	469.80	28.35	1.41	1.57	2.19	2.73	-33.94	16.84	11.70	9.36
化妆品										
珀莱雅	457.46	161.35	2.88	3.69	4.65	5.76	58.09	43.70	34.69	27.98
贝泰妮	447.03	105.53	2.48	3.12	3.97	5.01	60.14	33.78	26.53	21.06
上海家化	200.06	29.47	0.70	1.13	1.34	1.55	45.81	25.99	21.94	19.01
平均	368.18	98.78	2.02	2.65	3.32	4.11	54.68	34.49	27.72	22.68

资料来源：Wind，上海证券研究所（备注：收盘时间：2023年5月17日；除科思股份来自估值模型，其他可比公司均来自Wind一致预测）

6 风险提示

- 1. 主要原材料价格波动风险。**化工原材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，未来化工原材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。未来随着公司境外销售规模进一步扩大，汇率的波动将对公司经营业绩产生影响。
- 3. 新产能投放不及预期风险。**公司布局有新产能的在建项目和已投产项目，预期将会在未来逐渐放量，支撑公司业绩增长。若新产能投放不及预期，将对公司经营业绩造成影响。
- 4. 行业监管趋严风险。**随着社会对环境保护的日益重视，我国政府环境保护力度的不断加强，可能在未来出台更为严格的环保标准、提出更高的环保要求。若公司不能及时对生产设施进行升级改造以提高废水、废气和固体废弃物的处理能力，满足更为严格的环保标准和环保要

求，或者公司环保设施未能有效运作，将给公司生产经营带来不利影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	544	791	1101	1557
应收票据及应收账款	291	371	498	634
存货	454	616	824	1048
其他流动资产	42	45	47	50
流动资产合计	1331	1823	2471	3289
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	672	720	754	779
在建工程	62	76	91	103
无形资产	90	112	138	165
其他非流动资产	115	142	143	143
非流动资产合计	939	1050	1125	1190
资产总计	2271	2873	3596	4480
短期借款	0	-41	-62	-86
应付票据及应付账款	192	297	387	489
合同负债	5	10	13	16
其他流动负债	87	100	134	174
流动负债合计	284	366	473	592
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	41	75	75	75
非流动负债合计	41	75	75	75
负债合计	325	441	548	667
股本	169	169	169	169
资本公积	823	823	823	823
留存收益	949	1435	2051	2815
归属母公司股东权益	1945	2432	3048	3812
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1945	2432	3048	3812
负债和股东权益合计	2271	2873	3596	4480

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	287	452	492	637
净利润	388	491	616	764
折旧摊销	96	96	107	117
营运资金变动	-194	-121	-210	-220
其他	-2	-13	-21	-25
投资活动现金流量	75	-177	-161	-158
资本支出	-261	-179	-182	-183
投资变动	330	0	0	0
其他	6	2	21	25
筹资活动现金流量	-39	-23	-21	-24
债权融资	0	-41	-21	-24
股权融资	0	0	0	0
其他	-39	18	0	0
现金净流量	332	247	310	455

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1765	2372	3142	3991
营业成本	1118	1520	2020	2577
营业税金及附加	13	17	22	28
销售费用	17	26	37	48
管理费用	106	149	200	259
研发费用	80	111	170	217
财务费用	-26	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	16	21	25
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	464	579	727	902
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	461	579	727	902
所得税	73	88	111	138
净利润	388	491	616	764
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	388	491	616	764

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	36.7%	35.9%	35.7%	35.4%
净利率	22.0%	20.7%	19.6%	19.2%
净资产收益率	20.0%	20.2%	20.2%	20.0%
资产回报率	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
投资回报率	18.6%	20.5%	20.6%	20.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	61.8%	34.4%	32.5%	27.0%
EBIT 增长率	187.2%	34.0%	25.6%	24.2%
归母净利润增长率	192.1%	26.4%	25.5%	24.1%
每股指标 (元)				
每股收益	2.29	2.90	3.64	4.51
每股净资产	11.49	14.36	18.00	22.52
每股经营现金流	1.70	2.67	2.90	3.76
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.86	0.92	0.97	0.99
应收账款周转率	7.72	7.16	7.23	7.05
存货周转率	2.83	2.84	2.80	2.75
偿债能力指标				
资产负债率	14.3%	15.3%	15.2%	14.9%
流动比率	4.69	4.98	5.22	5.55
速动比率	2.95	3.18	3.38	3.70
估值指标				
P/E	29.21	23.10	18.40	14.83
P/B	5.83	4.66	3.72	2.97
EV/EBITDA	15.71	15.58	12.20	9.51

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。