

科思股份 (300856.SZ) 向一站式个护原料平台迈进，布局正当时

2023年06月08日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

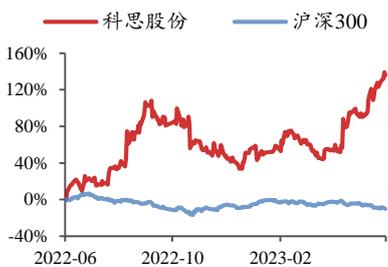
初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2023/6/7 |
| 当前股价(元) | 80.43 |
| 一年最高最低(元) | 83.56/37.12 |
| 总市值(亿元) | 136.18 |
| 流通市值(亿元) | 47.44 |
| 总股本(亿股) | 1.69 |
| 流通股本(亿股) | 0.59 |
| 近3个月换手率(%) | 277.14 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球防晒剂龙头扩产能&拓品类，迈向成长新阶段

公司防晒剂市场份额占全球20%以上，进一步围绕个护原料产业链打通综合竞争优势。IPO募投项目已建成投产，除传统防晒剂和香精香料外，新增P-S、PA、EHT、物理防晒剂二氧化钛等高单价大单品布局新型防晒剂领域，当前产能快速爬坡，业绩增长确定性高。此外，公司正在从对防晒剂单一品类向个护多品类拓展，通过可转债项目加持横向拓展业务至去屑、保湿等单元，布局高分子增稠剂及氨基酸表面活性物等高增长品类，2023H2将开始逐步投产。我们认为除了产能投产带来新增动能外，新品类整体价值偏高带动盈利能力有加强趋势，从当前时点看未来3-4年产线明确，成长路径清晰。预计公司2023-2025年归母净利润为6/8/10.7亿元，yoy+54.6%/+33.1%/+34.3%，EPS为3.54/4.72/6.34元，当前股价对应PE为22.7/17/12.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 产业变革+技术积淀，卡位高景气品类&抢滩替代机遇

行业：国际巨头占据主要市场，国内企业逐步实现突破。(1) 防晒剂：2013-2022年，全球防晒剂消耗量由3.5万吨增长至约6万吨，CAGR约为6.1%，预计2023-2027年全球CAGR为7.1%。(2) 去屑剂：2021年11月，欧盟修订欧洲化妆品禁用成分清单，ZPT因GHS 1B生殖毒性被禁用，该禁令于2022年3月正式生效。根据QYR数据，2021年欧洲ZPT消费量占全球市场的20.5%，PO有望进一步填补ZPT禁用后在欧洲市场的空白。(3) 保湿剂&增稠剂：据QYR数据，2020年全球氨基酸表面活性剂市场规模达到30亿元，预计2026年将达到76亿元，CAGR高达16.8%。2015-2019年全球卡波姆收入CAGR约为4.6%，预计2026年规模将达到10.25亿美元。

● 客户资源优势明显，具备成本转嫁能力

前五大客户营收占比超过60%，公司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、欧莱雅等；部分新产品在导入过程中无需重复履行供应商认证环节。2021年以来，基于原材料和海运价格大幅上涨，公司于2021Q4/2022Q1/2022Q3分别提价改善盈利能力，商业模式优异。

● 风险提示：新产能投放不及预期；客户集中度较高；原材料价格波动等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,090 | 1,765 | 2,399 | 3,147 | 4,227 |
| YOY(%) | 8.1 | 61.8 | 35.9 | 31.2 | 34.3 |
| 归母净利润(百万元) | 133 | 388 | 600 | 799 | 1,073 |
| YOY(%) | -18.7 | 192.1 | 54.6 | 33.1 | 34.3 |
| 毛利率(%) | 26.8 | 36.7 | 40.9 | 41.7 | 42.5 |
| 净利率(%) | 12.2 | 22.0 | 25.0 | 25.4 | 25.4 |
| ROE(%) | 8.4 | 20.0 | 25.3 | 25.7 | 26.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.78 | 2.29 | 3.54 | 4.72 | 6.34 |
| P/E(倍) | 102.5 | 35.1 | 22.7 | 17.0 | 12.7 |
| P/B(倍) | 8.6 | 7.0 | 5.7 | 4.4 | 3.3 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 从防晒剂龙头到一站式个护原料平台的国产排头兵..... | 5 |
| 2、 扩产能&拓品类，增长动能十足 | 11 |
| 2.1、 新产能带来确定性增长，新品类投产成长路径明晰..... | 11 |
| 2.2、 横向布局品类丰富，产值增长空间充足..... | 12 |
| 3、 化妆品活性成分及其原料：消费终端高度景气，产业转移进行时..... | 15 |
| 3.1、 防晒剂 | 17 |
| 3.1.1、 行业：防晒需求升级，市场量价齐升..... | 17 |
| 3.1.2、 科思募投品类：性能优越，符合防晒剂主流演变趋势..... | 19 |
| 3.2、 去屑剂 | 21 |
| 3.2.1、 行业：替代效应+消费升级，PO 有望迎高速发展 | 21 |
| 3.2.2、 科思股份：3000 吨 PO 产能建设中，预计 2023 年年中进入投产试运行阶段..... | 22 |
| 3.3、 氨基酸表面活性物（AAS） | 23 |
| 3.3.1、 行业：性能优越，中国为氨基酸表活最大市场..... | 23 |
| 3.3.2、 科思股份：12800 吨氨基酸表活产能建设中，丰富个护品类和结构 | 25 |
| 3.4、 增稠剂卡波姆：国内产能短缺，国产替代前景广阔..... | 26 |
| 4、 香精香料：空间广阔，亚洲承接产业转移..... | 28 |
| 5、 技术积累+客户资源+成本转嫁，构筑成长护城河 | 29 |
| 5.1、 技术积累丰富且稳定，资质认证齐全..... | 29 |
| 5.2、 大客户稳定且集中，新品检测认证提效..... | 30 |
| 5.3、 成本转嫁能力强且规律，品类优化后弱化周期影响..... | 32 |
| 6、 盈利预测与投资建议 | 35 |
| 6.1、 核心假设 | 35 |
| 6.2、 盈利预测与投资建议 | 36 |
| 7、 风险提示 | 37 |
| 附：财务预测摘要 | 38 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 二十年铸就化妆品原料龙头 | 5 |
| 图 2： 科思股份股权结构集中，周旭明和周永京为实际控制人..... | 5 |
| 图 3： 2022 年公司营收 yoy+61.9%..... | 8 |
| 图 4： 2022 年公司归母净利润 yoy+192.1%..... | 8 |
| 图 5： 2022 年化妆品活性成分及其原料 yoy+97.13%..... | 8 |
| 图 6： 化妆品活性成分及其原料占比持续提升..... | 8 |
| 图 7： 2022 年外销 yoy+75%..... | 8 |
| 图 8： 2016 年以来外销占比均超过 80%..... | 8 |
| 图 9： 公司 P-S 及其它新型产品占化妆品活性成分及其原料比重持续上升 | 9 |
| 图 10： 公司主要防晒剂产品毛利率水平稳定在 30%左右 | 9 |
| 图 11： 铃兰醛产品营收占比最大..... | 10 |
| 图 12： 合成香料主要产品毛利率持续上升..... | 10 |
| 图 13： 化妆品活性成分为化妆品基本原料中的重要组成部分..... | 15 |
| 图 14： 中国美妆个护行业规模持续扩容 | 15 |

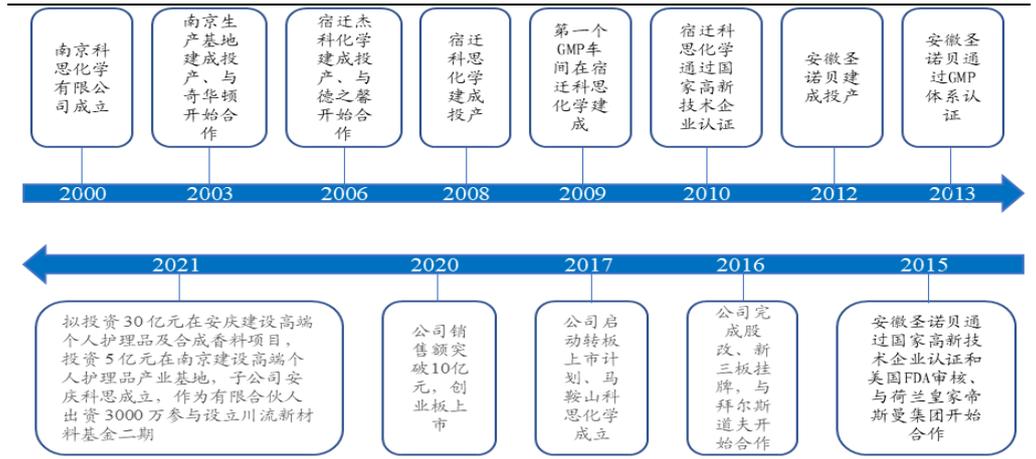
| | |
|---|----|
| 图 15: 2021 年我国人均化妆品消费额相比美国、日本、韩国还有较大提升空间 (美元) | 15 |
| 图 16: 全球化妆品原料收入规模 7 年 CAGR 为 3.4% | 16 |
| 图 17: 全球防晒品市场规模保持稳定增长 | 18 |
| 图 18: 受疫情影响, 2022 年中国防晒品市场规模略有下滑 | 18 |
| 图 19: 全球防晒剂消耗量稳步增长 | 18 |
| 图 20: 我国防晒产品渗透率低于美国、韩国、法国 | 18 |
| 图 21: 客户对抗衰和面部保湿产品均有防晒需求 | 18 |
| 图 22: 近三年消费者对于防晒品类搜索量上涨 7 倍 | 18 |
| 图 23: 物理防晒剂和化学防晒剂各有优劣 | 19 |
| 图 26: 15nm 以下二氧化钛具备可见光领域较高透光率和不可见光领域接近 0 的透光率 | 20 |
| 图 27: 中国市场纳米二氧化钛增速高于全球 | 21 |
| 图 28: 日本 TAYCA 占据纳米二氧化钛约 70% 市场份额 | 21 |
| 图 29: 预计 2022 年全球头发护理市场规模达 850 亿美元 | 21 |
| 图 30: 预计 2022 年中国头发护理市场规模 635.44 亿元 | 21 |
| 图 31: P.O. 在全球去屑产品中占比上升 | 22 |
| 图 32: P.O. 消费端欧洲是全球最大消费市场 | 22 |
| 图 33: ZPT 在欧洲市占率为 20.5% | 22 |
| 图 34: 预计 PO 市场规模将进一步上升 | 23 |
| 图 35: 预计 ZPT 市场规模将进一步萎缩 | 23 |
| 图 36: 氨基酸表活主要分为四类 | 24 |
| 图 37: 全球氨基酸表活市场规模增长较快 | 24 |
| 图 38: 椰油酰甘氨酸钠市场规模 (亿元) | 26 |
| 图 39: 预计甲基椰油酰基牛磺酸钠 2026 年将达 2.6 亿元 | 26 |
| 图 40: 2020 年中国市场占据 43% 的市场份额 | 26 |
| 图 41: 预计 2026 年卡波姆市场规模将达到 10.25 亿美元 | 27 |
| 图 42: 亚太为最大消费地 | 27 |
| 图 43: 全球香精香料市场规模稳步增长 | 28 |
| 图 44: 中国香精香料产量稳步增长 | 28 |
| 图 45: 2017 年香精香料市场 CR5 为 61.5% | 28 |
| 图 46: 亚洲国家香精香料市场消耗量增速较快 | 28 |
| 图 47: 研发投入逐年提升 | 29 |
| 图 48: 研发人员占比不断提高 | 29 |
| 图 49: 帝斯曼采购产品数量逐年增长 (万元) | 31 |
| 图 50: 帝斯曼 P-S 采购量逐年上升 | 31 |
| 图 53: 公司原材料市场价格和原油价格具有相关性 | 32 |
| 图 54: 公司原材料采购价格具有周期性 | 33 |
| 图 55: 公司毛利率和原油价格呈现反向相关性 | 33 |
| 图 56: 公司产品单吨平均价格呈上升趋势 | 33 |
| 图 57: 化妆品活性成分及其原料单吨平均价格涨幅大于合成香料 | 33 |
| 图 59: 2022 年以来公司归母净利润持续高增 | 33 |
| 图 60: 2022 年以来公司毛利率水平持续好转 | 34 |
| 图 61: 2023Q1 销售、管理费用增长较多 (万元) | 34 |
| 图 62: 2023Q1 公司销售、管理费用率上涨 | 34 |
| 图 63: 公司存货周转率和应收账款周转率控制良好 | 34 |
| 图 64: 公司现金流充沛 | 34 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司推出限制性股票激励计划, 提高员工工作积极性..... | 6 |
| 表 2: 公司高管具备丰富的化工行业从业经验和资源..... | 7 |
| 表 3: 公司化妆品活性成分及其原料品类丰富..... | 9 |
| 表 5: 公司 IPO 募投项目均处于产能利用率快速爬坡阶段..... | 11 |
| 表 6: 可转债项目新增个护领域产能..... | 12 |
| 表 7: 公司新型防晒剂业务产值测算..... | 13 |
| 表 8: PO 产品满产预计给公司带来 15 亿元产值..... | 13 |
| 表 9: 保守估计氨基酸表活&卡波姆项目满产产值达 3.98 亿元..... | 13 |
| 表 10: 公司持续研发新产品助力产品品类拓宽..... | 14 |
| 表 11: 国际企业原料品类丰富, 发展历史较长..... | 16 |
| 表 12: 国内个护原料企业体量相比国际龙头企业有较大差距..... | 17 |
| 表 13: 中国 PO 添加比例标准上限高于 ZPT..... | 22 |
| 表 14: 前三家厂商市占率超过 73%..... | 23 |
| 表 15: 长沙普济生物、华狮化工、天赐新材具备较大产能规模..... | 24 |
| 表 16: 公司具备多项核心技术..... | 29 |
| 表 17: 2022 年前五大客户营收占比 61.88%..... | 30 |
| 表 18: 科思股份营收拆分..... | 35 |
| 表 19: 可比公司估值: 科思股份估值低于可比公司平均水平..... | 36 |
| 表 20: 科思股份估值低于德之馨、帝斯曼等日用化学品龙头企业..... | 36 |

1、从防晒剂龙头到一站式个护原料平台的国产排头兵

全球防晒剂龙头迈向成长新阶段。科思股份成立于2000年，主要从事日用化妆品原料的研发、生产和销售，产品涵盖防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。2021年，公司防晒剂产品占全球市场超过20%份额。2022年公司开始启动建设高端个人护理品及合成香料等项目，产品品类向去屑剂、保湿等高端个护活性成分延伸，开启下一个高速发展时期。

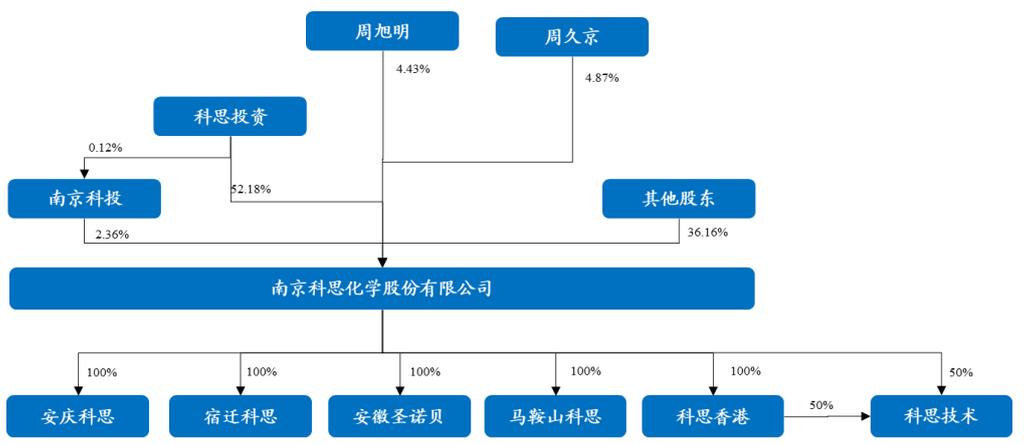
图1：二十年铸就化妆品原料龙头



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

股权结构集中，激励平台赋能快速发展。公司实际控制人是周旭明和周久京，周氏父子合计持股61.48%。2023年4月19日，公司发布股权激励计划，计划授出限制性股票190万股，占总股本的1.12%，面向核心高管、核心技术人员及其它管理人员和业务骨干等89人，公司对业绩设置三档考核目标，对应2022-2025年营收CAGR为30%、28%、25%。激励计划实现激励与约束的有效融合，实现人才长期绑定，彰显公司成长信心。

图2：科思股份股权结构集中，周旭明和周永京为实际控制人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表1: 公司推出限制性股票激励计划, 提高员工工作积极性

| 股权激励授予情况 | 姓名 | 授予数量 (万股) | 占股权激励限制性股票比例 | |
|----------|--------------------|-----------|--------------|----------|
| | | | 占股权激励限制性股票比例 | 占当时总股本比例 |
| | 杨军-董事、总裁 | 10 | 5.26% | 0.06% |
| | 何驰-董事 | 7 | 3.68% | 0.04% |
| | 陶龙明-董事、副总裁 | 6 | 3.16% | 0.04% |
| | 曹晓如-董事、副总裁董事会秘书 | 6 | 3.16% | 0.04% |
| | 孟海斌-财务总监 | 3 | 1.58% | 0.02% |
| | 刘启发-核心技术人员 | 7 | 3.68% | 0.04% |
| | 陈凯-核心技术人员 | 3 | 1.58% | 0.02% |
| | 沈宏宇-核心技术人员 | 1 | 0.52% | 0.01% |
| | 董事、高级管理人员、核心技术人员小计 | 43 | 22.63% | 0.25% |
| | 其他管理人员+业务骨干 (81 人) | 109 | 57.37% | 0.64% |
| | 首次授予合计 (89 人) | 152 | 80.00% | 0.90% |
| | 预留部分 | 38 | 20.00% | 0.22% |
| | 合计 | 190 | 100.00% | 1.12% |

| 归属安排/考核年度 | 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 (考核年度 2023) | 公司层面归属系数 100%: 考核 | 公司层面归属系数 90% : | 考核当年度营业收入较 |
| 第二个归属期 (考核年度 2024) | 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 | 2022 年营业收入的复合增长率不低于 25% , |
| 第三个归属期 (考核年度 2025) | 2023/2024/2025 年对应收分别为 22.9/29.8/38.8 亿元。 | 于 28% , 2023/2024/2025 年对应收分别为 22.6/28.9/37 亿元。 | 2023/2024/2025 年对应收分别为 22/27.6/34.5 亿元。 |

| 归属安排/考核年度 | 业绩考核目标(若预留部分限制性股票在 2023 年第三季度报告披露后授予, 则预留部分考核年度为 2024-2026 年三个会计年度) | | |
|--------------------|---|---|---|
| | 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 (考核年度 2024) | 公司层面归属系数 100%: 考核 | 公司层面归属系数 90% : | 考核当年度营业收入较 |
| 第二个归属期 (考核年度 2025) | 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 | 2022 年营业收入的复合增长率不低于 25% , |
| 第三个归属期 (考核年度 2026) | 2024/2025/2026 年对应收分别为 29.8/38.8/50.4 亿元。 | 于 28% , 2024/2025/2026 年对应收分别为 28.9/37/47.4 亿元。 | 2024/2025/2026 年对应收分别为 27.6/34.5/43 亿元。 |

| 个人上一年度考核结果 | 个人层面归属比例 |
|------------|----------|
| A | 100% |
| B | 90% |
| C | 80% |
| D 及以下 | 0% |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

管理层深耕行业, 专业素养与管理经验兼备。多名公司董事及高管团队成员具备化工、材料等专业学科背景, 在化工生产、公司营运等领域具有丰富实战经验。

董事长周旭明先生曾供职于江苏石油化工厅，政府化工进出口管理经验丰富，善于把握原材料周期波动和行业的政策变化；董事长助理于鲁登先生曾在国际化工龙头企业担任 20 余年高管，谙熟国际龙头企业采购标准与供应链管理流程，有助于公司留存和开拓客户。

表2：公司高管具备丰富的化工行业从业经验和资源

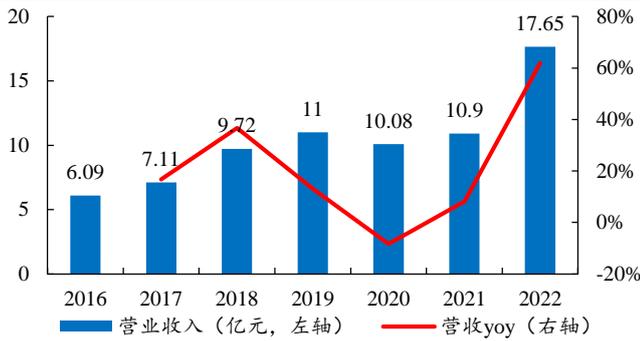
| 高管 | 职务 | 最高履历 |
|-----|-----------------|--|
| 周旭明 | 董事长 | 1973 年生，本科学历，高分子化工专业。1994 年 7 月至 1997 年 6 月就职于江苏省石油化学工业厅进出口办公室；2011 年 11 月至今任南京科思投资发展有限公司执行董事；2011 年 12 月至今任公司董事长 |
| 杨军 | 董事、总裁 | 1978 年生，本科学历，化学工程与工艺(精细化工)专业。2001 年 8 月至 2003 年 7 月就职于中国石化扬子石油化工有限公司，先后任烯烃厂生产技术员和销售员；2003 年 8 月至今先后任公司业务经理、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 年生，大专学历，英语语言文学专业。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 月至今任本公司董事长助理;2020 年 12 月至今任公司董事 |
| 曹晓如 | 董秘、副总裁 | 1983 年生，硕士学历，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。 |
| 何驰 | 总经理、副总裁 | 1977 年生，本科学历，精细化工专业。1999 年 7 月至 2004 年 4 月历任江苏淮河化工有限公司技术员、车间主任；2004 年 5 月至 2005 年 11 月任上海博源精细化工有限公司项目部经理；2005 年 12 月至 2008 年 11 月任江苏中旗化工有限公司生产部经理；2008 年 12 月起就职于公司，2010 年 11 月至今历任安徽圣诺贝化学科技有限公司副总经理、总经理、执行董事，2019 年 8 月至今历任马鞍山科思化学有限公司总经理、执行董事兼总经理；2021 年 10 月至今任安庆科思化学有限公司总经理。 |
| 王艳红 | 副总裁 | 1976 年生，大专学历，外贸英语专业。2000 年 10 月至今历任公司外贸业务经理、营销中心总监；2016 年 5 月至 2023 年 5 月任公司监事。现兼任星辉数据技术有限公司监事、南京科颐通信技术有限公司监事。 |
| 刘启发 | 研发中心副总监兼高级研发工程师 | 1974 年生，博士学历，应用化学专业，工程师职称。历任西南合成制药股份有限公司生产车间和药物研究所助理工程师、五粮液普什集团研发中心研究员，南京科圣研发中心研发工程师；2013 年 1 月公司研发中心高级研发工程师、研发副总监。曾获宿迁市科学技术局“市级高新技术产品”2013 年度宿迁市科学技术一等奖、2014 年度江苏省科学技术三等鉴等荣誉。 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

营收和归母净利润保持持续增长。公司收入从 2016 的 6.09 亿元上涨至 2019 年的 10.9 亿元，CAGR 达 22%，归母净利润由 0.43 上涨至 1.54 亿元，CAGR 为 53%。2020 年因疫情持续蔓延，下游需求减少致业绩增长放缓。2022 年随着下游市场疫后修复、公司基于原材料和海运费价格上涨采取的价格调整措施逐渐落地以及募投项目持续放量，业绩大幅增长，全年营收 17.65 亿元/yoy+61.9%，归母净利润 3.88 亿元/yoy+192.1%。**分品类：**化妆品活性成分及其原料业务占比超 60%。

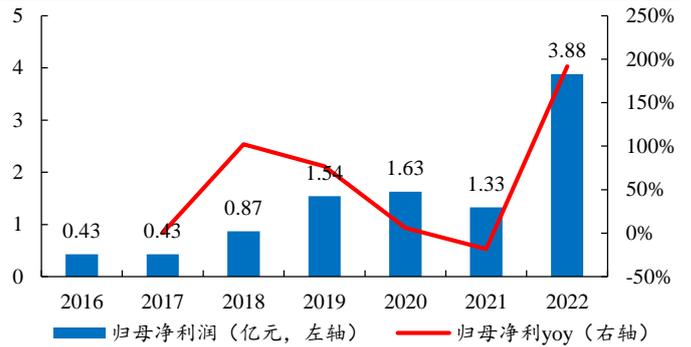
海外市场占比超 80%。2018-2022 年，公司海外客户营收分别为 8.63/9.82/8.87/8.96/15.68 亿元，均占主营业务收入的 90%左右；近年来随着国内市场的蓬勃发展，国内市场对公司业绩也起到了较大的拉动作用。同时，公司防晒剂产品客户覆盖欧洲、美洲、亚太等全球多个国家和地区，因此公司防晒剂业务不具有明显季节性特征。

图3：2022 年公司营收 yoy+61.9%



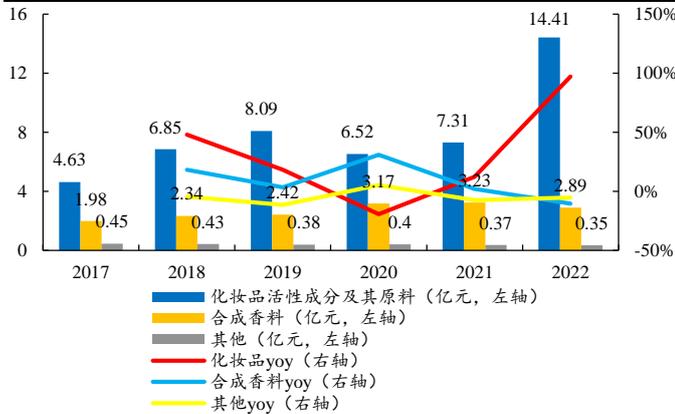
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年公司归母净利润 yoy+192.1%



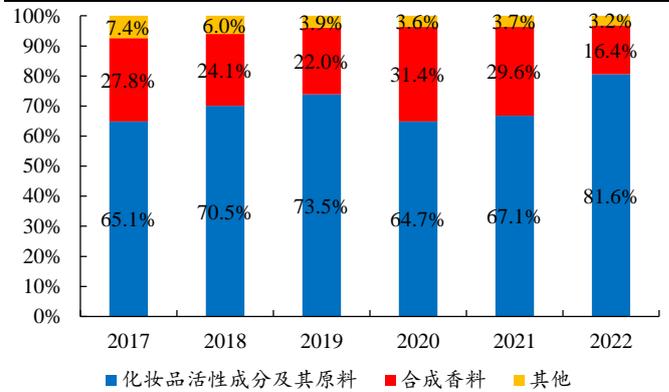
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 年化妆品活性成分及其原料 yoy+97.13%



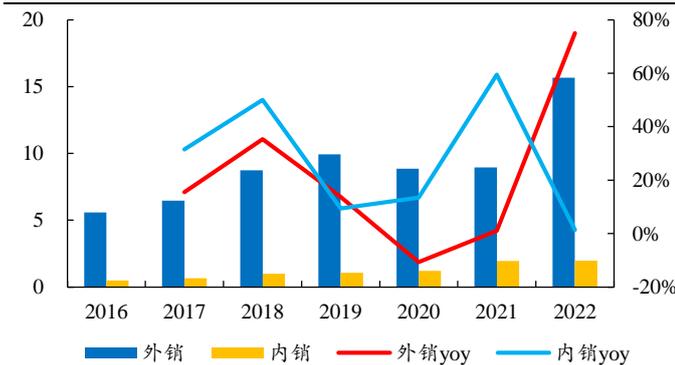
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：化妆品活性成分及其原料占比持续提升



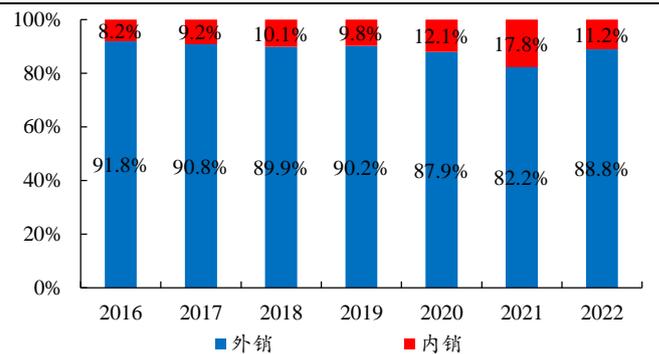
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022 年外销 yoy+75%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2016 年以来外销占比均超过 80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司防晒产品矩阵丰富。包括：（1）**传统防晒剂：**阿伏苯宗（AVB）、对甲氧基肉桂酸异辛酯（OMC）、原膜散酯（HMS）、水杨酸异辛酯（OS）、辛基三嗪酮（EHT）等，能够吸收 UVA 和 UVB 中的一种；（2）**新型防晒剂：**奥克立林（OCT）、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）、辛基三嗪酮（EHT）能同时吸收 UVA 和 UVB，二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（DHHB）覆盖市场上主要化学防晒品类。同时公司具

备生产部分防晒剂原材料的能力，生产合成防晒剂所需的原料对甲氧基苯乙酮（MAP）、对叔丁基苯甲酸甲酯（MBB）等，在满足自身使用的基础上可以实现部分对外销售，能够降低上游原材料价格变动对成本的影响。

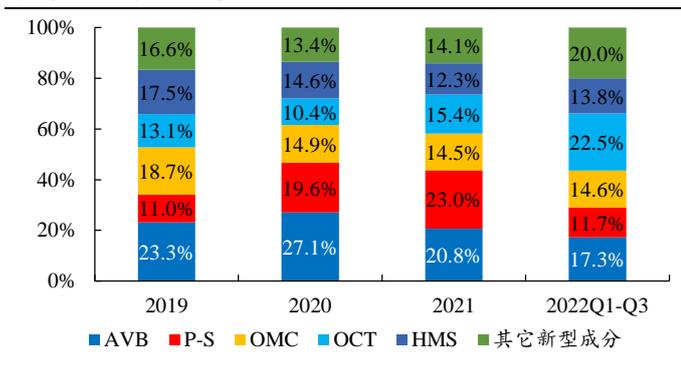
表3：公司化妆品活性成分及其原料品类丰富

| 主要产品名称 | 产品主要原材料 | 产品品类 |
|-------------------------|-----------------|------------------------|
| 阿伏苯宗（AVB） | 甲苯、苯甲醚、三氯化铝、异丁烯 | |
| 对甲氧基肉桂酸异辛酯（OMC） | 对甲氧基苯甲醛、异辛醇 | 传统防晒剂（吸收 UVA 或 UVB 波段） |
| 原膜散酯（HMS） | 水杨酸甲酯、异佛尔酮 | |
| 水杨酸异辛酯（OS） | 水杨酸甲酯、异辛醇 | |
| 奥克立林（OCT） | 二苯甲酮、异辛醇 | 新型防晒剂（同时覆盖 UVA、UVB 波段） |
| 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S） | 间苯二酚、对溴苯甲醚 | |
| 辛基三嗪酮（EHT） | | |
| 二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA/DHMB） | | 新型防晒剂（覆盖 UVA 波段） |
| 对甲氧基苯乙酮（MAP） | 三氯化铝、苯甲醚 | 合成防晒剂所需的原料 |
| 对叔丁基苯甲酸甲酯（MBB） | 异丁烯、甲苯、甲醇 | |
| 维生素 C 磷酸酯钠（C-50） | 维生素 C 磷酸酯、盐酸 | 美白类化妆品活性成分 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

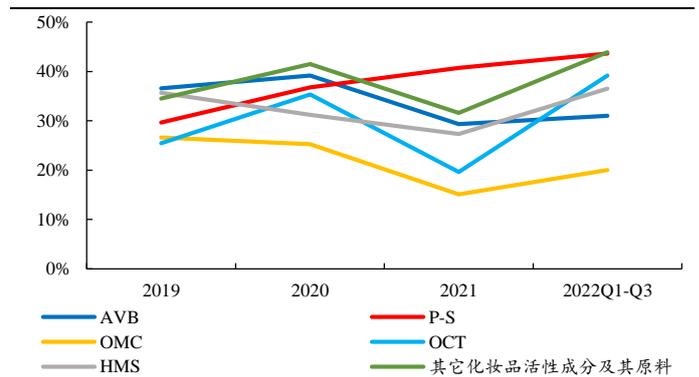
新型高毛利防晒剂营收贡献上升。2021 年毛利率下降系主要原材料采购价格涨幅较大叠加出口物流费大幅上涨，而产品单价增幅较小。2022 年伴随公司两次调价措施落地，产品毛利率涨幅较大，2022 年前三季度 OCT/P-S/HMS/其它新型化妆品活性成分毛利率分别为 39.2%/43.6%/36.5%/43.9%。近年来公司主要布局新型防晒剂领域如 P-S、P-A、EHT 等，新品类具备较高毛利率水平，随扩产营收占比逐渐提升，为防晒剂营收增长的主要驱动力。

图9：公司 P-S 及其它新型产品占化妆品活性成分及其原料比重持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

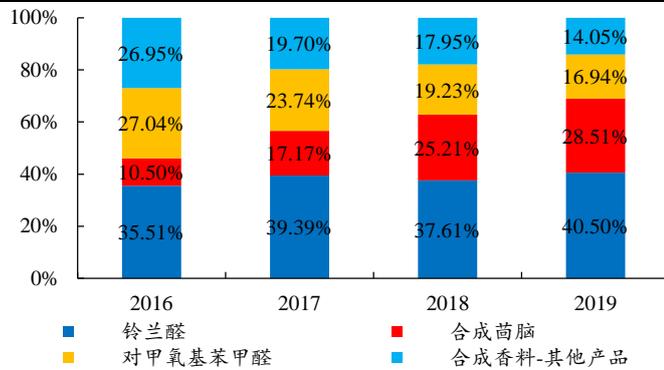
图10：公司主要防晒剂产品毛利率水平稳定在30%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

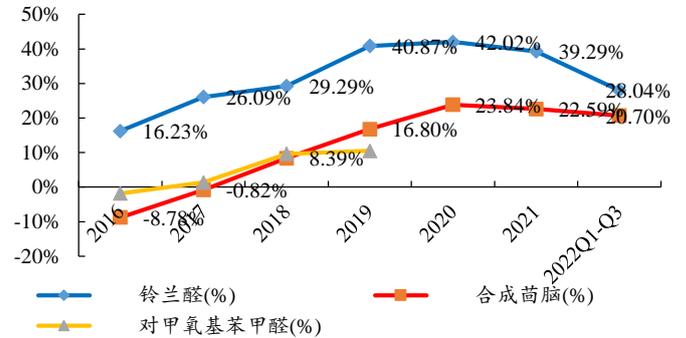
铃兰醛占合成香料营收比重最大。2019 年铃兰醛产品占合成香料营收比重超过 40%，目前全球能够大规模生产铃兰醛的制造商仅有巴斯夫、克拉玛和科思股份三家，科思股份产品具备一定竞争优势。

图11：铃兰醛产品营收占比最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：合成香料主要产品毛利率持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、扩产能&拓品类，增长动能十足

2.1、新产能带来确定性增长，新品类投产成长路径明晰

上市前（2020年）公司产能满产，上市后IPO项目逐渐释放增量产能。公司化妆品活性成分及其原料产能由2020年的2.38万吨上升至2022年2.71万吨，增长13.9%，产能爬坡较快，2022年开工率达81%；合成香料产能由2020年的0.98万吨上升至2022年的1.64万吨，增长67.3%，但由于洗涤、消毒杀菌类产品需求减弱，以及行业竞争加剧，产能利用率有所回落。

表4：公司持续扩产

| 年份 | 大类 | 产能(吨) | 产量(吨) | 开工率 | 自用量 | 销量 | 产销率 |
|------|-------------|-------|---------|-----|------|-------|---------|
| 2017 | | 16680 | 13909 | 83% | 3381 | 10285 | 98% |
| 2018 | | 20230 | 16896 | 84% | 3405 | 12927 | 97% |
| 2019 | 化妆品活性成分及其原料 | 23460 | 18627 | 79% | 3240 | 14082 | 93% |
| 2020 | | 23800 | 14674 | 62% | 3525 | 10107 | 92.89% |
| 2021 | | 26120 | 15274 | 58% | 4340 | 11233 | 101.93% |
| 2022 | | 27070 | 21954 | 81% | | 16615 | 75.68% |
| 2022 | | 27070 | 21954 | 81% | | 16615 | 75.68% |
| 2017 | | 8960 | 7177 | 80% | 3050 | 4402 | 104% |
| 2018 | | 9310 | 8237 | 88% | 3428 | 4684 | 98% |
| 2019 | 合成香料 | 9800 | 8422 | 86% | 3628 | 4288 | 94% |
| 2020 | | 9800 | 9077 | 93% | | 5594 | 61.63% |
| 2021 | | 13400 | 11008 | 82% | 3617 | 6467 | 91.59% |
| 2022 | | 16400 | 8886.4 | 54% | | 5881 | 66.18% |
| 2022 | | 16400 | 8886.4 | 54% | | 5881 | 66.18% |
| 2017 | | 6500 | 3968 | 61% | 2251 | 1656 | 98% |
| 2018 | | 5200 | 3795 | 73% | 2333 | 1415 | 99% |
| 2019 | 其他自产产品 | 5300 | 3262 | 62% | 1959 | 1152 | 95% |
| 2020 | | 5300 | 2902.84 | 55% | 1990 | 1120 | 107% |
| 2021 | | 4100 | 3575.24 | 87% | 2125 | 1397 | 101% |
| 2022 | | | | | | | |
| 2022 | | | | | | | |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

高单价新型防晒剂助力业绩增长。目前，公司IPO募投项目已建成投产，除新增传统防晒剂阿伏苯宗产能2000吨/年，香精香料水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯各1500吨/年外，新增二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯(PA)、辛基三嗪酮(EHT)高单价大单品布局新型防晒剂领域。P-S产能也将得到扩充，IPO募投项目新增产能500吨/年。此外，公司公告2000吨/年防晒用物理防晒剂二氧化钛项目已于2022年末进入试生产，安庆科思高端个人护理品及合成香料项目中3000吨去屑剂在全面建设中，预计2023年年中进入投产试运行。我们认为各新型防晒剂业务将进入产能利用率快速爬坡阶段，为公司贡献业绩增量。

表5：公司IPO募投项目均处于产能利用率快速爬坡阶段

| 项目名称 | 产品 | 新增产能(吨/年) | 募投后承诺投资金额(万元) | 项目建设进度/产能利用情况 |
|------|----|-----------|---------------|---------------|
| | | | | |

| | | | | |
|----------------------------------|-----------------------|------|-----------|--|
| 马鞍山科思化学有限公司 | 阿伏苯宗 (AVB) | 2000 | | |
| 25,000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目 (一期工程) | 水杨酸苄酯 (香精香料、BS) | 1500 | 35,945.02 | |
| | 水杨酸正己酯 (香精香料、NHS) | 1500 | | |
| 马鞍山科思化学有限公司 | 水杨酸异戊酯 | 1500 | | 2021 年产线开始试运行, 截至 2022 年 9 月产能利用率 44.7% |
| 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目 (二期工程) | 水杨酸正戊酯 (香精香料、AS) | 1500 | 1,106.50 | |
| 马鞍山科思化学有限公司 | 辛基三嗪酮 (EHT) | 1000 | 1539.58 | |
| 14200t/a 防晒用系列产品项目 | | | | |
| 马鞍山科思化学有限公司年产 2500 吨日用化学品原料项目 | 二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PAA) | 500 | 4,408.90 | |
| 安徽圣诺贝化学科技有限公司 | 双-乙基己氧苯酚 甲氧苯基三嗪 (P-S) | 500 | 3,403.93 | 截至 2022 年 9 月产能利用率 58.13% |
| 年产 500 吨防晒系列产品扩建项目 | | | | |
| 科思个人护理品研发项目 | | | 2,756.07 | 2022 年 3 月开工建造, 项目延期至 2023 年 12 月 31 日竣工 |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

可转债项目加持横向拓展业务至去屑、保湿等单元。2022 年公司通过可转债项目募集 7.25 亿元用于高端个护项目, 扣除发行费用后, 将全部投资于安庆高端个护及合成香料项目一期 (5.26 亿元) 和安庆科思化学年产 2600 吨高端个护项目 (1.99 亿元), P-S 产能将继续增加至 1000 吨/年, 现有募投项目完全达产后产能预计增长至 2000 吨/年, 占 2021 年全球防晒剂总消耗量 54000 吨的 3.7%。同时布局高分子增稠剂及氨基酸表面活性物等高增长品类, 实现个护成分多领域覆盖。公司围绕化妆品个护原料产业链打造综合竞争优势, 提高自身核心竞争力和市场份额。

表6: 可转债项目新增个护领域产能

| 项目名称 | 产品 | 新增产能 (吨/年) | 投资金额 (万元) | 拟使用募集资金金额 (万元) | 项目建设进度 |
|-------------------------|----------------------|------------|-----------|----------------|-----------------------|
| 安庆科思高端个人护理品及合成香料项目 (一期) | 氨基酸表面活性剂-椰油酰甘氨酸钠 | 5500 | 64,474.20 | 52,590.86 | 预计 2023 年 12 月 21 日竣工 |
| | 氨基酸表面活性剂-椰油酰甘氨酸钾 | 3000 | | | |
| | 氨基酸表面活性剂-甲基椰油酰基牛磺酸钠 | 4300 | | | |
| | 高分子增稠剂-卡波姆 | 2000 | | | |
| | 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) | 1000 | | | |
| 安庆科思年产 2600 吨高端个人护理品项目 | P-S 中间体 RET | 1600 | 25,657.25 | 19900.92 | |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、横向布局品类丰富, 产值增长空间充足

公司新型防晒剂、个人护理品完全达产后预计总产值将增加 32.48 亿元。公司现有传统防晒剂及合成香料项目市场格局和客户长期稳定, 现有募投项目产能仍在逐步释放。根据公司产能投放节奏和 1688 采集网品类市场价格数据, 公司新型防晒剂全部达产产值为 13.5 亿元, PO 完全达产产值 15 亿元, 氨基酸表活和卡波姆完全

达产产值 3.98 亿元，上述品类全部达产后总产值 32.48 亿元，为 2019 年化妆品活性成分及其原料 8.1 亿元营收的 4 倍。公司新品投产产值提升将打开成长天花板，加之传统防晒剂产品规模每年保持平稳增长，预计未来增长势能十足。

新型防晒剂业务：(1) PA：根据 1688 采集网，PA 产品批发价格普遍在 450-800 元/kg 之间，我们以 40 万元/吨的价格保守估计项目完全达产后将贡献产值 2 亿元。

(2) EHT：市场价格普遍在 150-300 元/kg 之间，我们以 20 万元/吨的价格保守估计项目完全达产后将贡献产值 4 亿元。**(3) P-S：**根据可转债说明书中营收测算，1000 吨 P-S 产能满产产值 2.6 亿元，可知公司谨慎确立 P-S 产品平均价格为 26 万元/吨，与首次募投项目 500 吨 P-S 产能合计产值达 3.9 亿元。**(4) TiO₂：**根据百度爱采购网，纳米二氧化钛价格在 180-240 元/kg 之间，我们以 18 万元/吨的价格保守估计完全达产后产值将达到 3.6 亿元。

表7：公司新型防晒剂业务产值测算

| | 产能假设 | | 产能利用率假设 | | | 价格 (万元/吨) | 预计满产产值(亿元) |
|------------------|------|-------|---------|-------|-------|-----------|------------|
| | 募投项目 | (t/a) | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| PA | 500 | 25% | 40% | 60% | 40.00 | 2 | |
| EHT | 2000 | 60% | 80% | 85% | 20.00 | 4 | |
| P-S | 1500 | 40% | 60% | 80% | 26.00 | 3.9 | |
| TiO ₂ | 2000 | 10% | 25% | 45% | 18.00 | 3.6 | |
| 总计 | | | | | | 13.5 | |

资料来源：公司公告、1688 采集网、开源证券研究所

去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐 (PO)：科思股份在安庆规划 3000 t/a PO 产能抢滩替代&升级机遇。据 1688 网站，瑞士科莱恩的 PO 产品 Octopirox 售价约 850 元/kg，市场上 PO 产品价格在 50-90 万元/吨，我们以 50 万元/吨的价格保守估计项目完全达产后可贡献收入约 15 亿元。

表8：PO 产品满产预计给公司带来 15 亿元产值

| 产品名称 | 第 3.5 年 | 第 4.5 年 | 第 5.5 年 | 第 6.5 年 | 第 7.5 年 | 第 8.5 年 | 第 9.5 年 | 第 10.5 年 | 第 11.5 年 | 第 12.5 年 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 达产率 | 15% | 30% | 60% | 80% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 单价 (万元/吨) | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| PO 收入合计 (亿元) | 2.25 | 4.5 | 9 | 12 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |

资料来源：公司公告、1688 采集网、开源证券研究所

氨基酸表活和增稠剂卡波姆：根据公司发布的可转债说明书，假设项目投产第 1 年达产率为 40%，投产第 2 年达产率为 60%，投产第 3 年达产率为 80%，投产第 4 年后完全达产，预计安庆高端个人护理品及合成香料项目满产后将贡献产值 3.98 亿元。

表9：保守估计氨基酸表活&卡波姆项目满产产值达 3.98 亿元

| 产品名称 | 第 3.5 年 | 第 4.5 年 | 第 5.5 年 | 第 6.5 年 | 第 7.5 年 | 第 8.5 年 | 第 9.5 年 | 第 10.5 年 | 第 11.5 年 | 第 12.5 年 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 达产率 | 40% | 60% | 80% | 100 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 椰油酰甘氨酸钠 (万元) | 4035 | 6053.1 | 8070.8 | 10088.5 | 10088.5 | 10088.5 | 10088.5 | 10088.5 | 10088.5 | 10088.5 |

| 产品名称 | 第 3.5 年 | 第 4.5 年 | 第 5.5 年 | 第 6.5 年 | 第 7.5 年 | 第 8.5 年 | 第 9.5 年 | 第 10.5 年 | 第 11.5 年 | 第 12.5 年 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 椰油酰甘氨酸钾(万元) | 2442 | 3663.72 | 4884.96 | 6106.19 | 6106.19 | 6106.19 | 6106.19 | 6106.19 | 6106.19 | 6106.19 |
| 甲基椰油酰基牛磺酸钠(万元) | 3709 | 5564.05 | 7418.73 | 9273.41 | 9273.41 | 9273.41 | 9273.41 | 9273.41 | 9273.41 | 9273.41 |
| 卡波姆(万元) | 5663.72 | 8495.58 | 11327.4 | 14159.3 | 14159.3 | 14159.3 | 14159.3 | 14159.3 | 14159.3 | 14159.3 |
| 副产品(万元) | 50.73 | 76.1 | 101.47 | 126.84 | 126.84 | 126.84 | 126.84 | 126.84 | 126.84 | 126.84 |
| 收入合计(万元) | 15901.7 | 23852.6 | 31803.4 | 39754.2 | 39754.2 | 39754.2 | 39754.2 | 39754.2 | 39754.2 | 39754.2 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

在研项目丰富，未来成长性持续。公司防晒增效剂 BHB 项目进一步深挖防晒领域市场，二氧化钛、氧化锌项目进一步拓展物理防晒剂市场，卡波姆、润肤剂、保湿剂等个护领域项目进一步拓展个护领域品类，扩大营业规模。同时公司也将进一步提升配方应用与复配开发能力，完善客户服务体系，未来增长势能持续。

表10：公司持续研发新产品助力产品品类拓宽

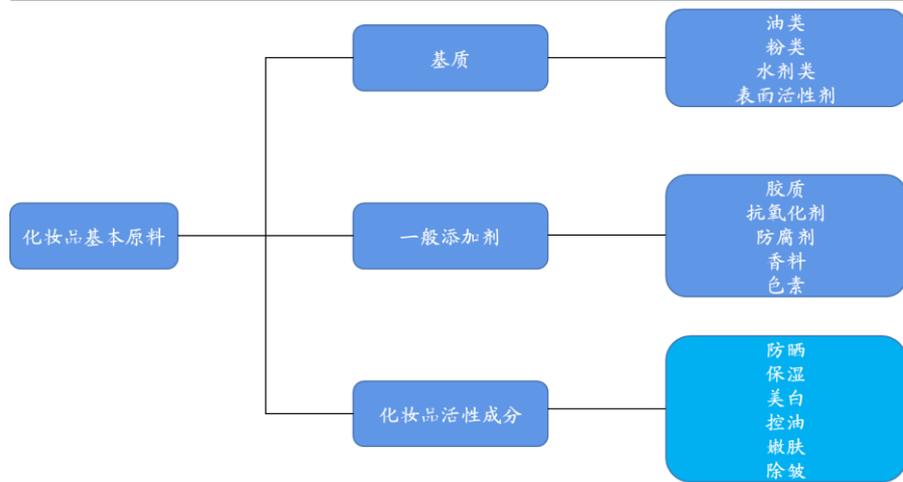
| 主要研发项目名称 | 公司主要在研项目 | 项目进展 | 拟达到目的 | 预计对公司未来发展的影响 |
|--------------------|---------------------------|-------------------|--|----------------------------------|
| 防晒增效剂 BHB | 深挖防晒领域市场，丰富防晒相关品类 | 实验室研究阶段 | 开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求 | 不断做全、做细防晒相关品类，进一步巩固公司在防晒剂领域的龙头地位 |
| 物理防晒剂二氧化钛系列产品 | 拓展物理防晒剂市场 | 实验室研究阶段 | 在已开发完成的产品型号基础上，根据市场需求，不断丰富其他型号产品，满足不同客户、不同配方体系的需求 | 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 | 开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求 | 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 | 掌握高分子聚合反应技术，在现已开发完成产品型号基础上，丰富公司卡波姆系列产品线，满足不同客户、不同配方体系的需求 | 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 | 开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求 | 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 | 开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求 | 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 | 开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求 | 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 | 开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求 | 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 | 结合公司主要原料供应情况，开发符合市场需求的防晒、清洁、保湿等配方 | 提升公司配方服务能力，完善客户服务体系 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、化妆品活性成分及其原料：消费终端高度景气，产业转移进行时

化妆品是由各种原料合理调配加工而成的复配混合物，主要生产原料按作用可分为三类，(1) 基质 (50-90%)；(2) 一般添加剂 (5-20%)：如增稠剂、防腐剂、香精香料等；(3) 化妆品活性成分 (5-30%)：如防晒剂、美白剂、保湿剂等，添加量约为 5%-30%，尽管化妆品活性成分含量较少，但能够发挥清洁、护肤、护发、美容等作用，决定了化妆品的差异化，是厂商研发的重点。

图13：化妆品活性成分为化妆品基本原料中的重要组成部分



资料来源：公司公告、开源证券研究所

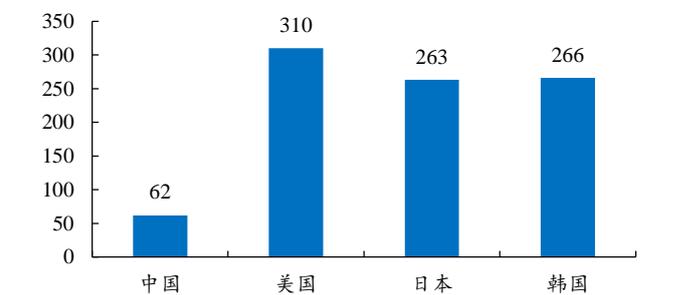
下游终端市场呈现高度景气，活性成分市场广阔。据中商情报网数据，2016-2021 年中国美妆个护行业复合增速达 10.9%，2022 年增速预计为 8.3%。同时，与美国、日本和韩国的人均化妆品消费额均有较大差距。

图14：中国美妆个护行业规模持续扩容



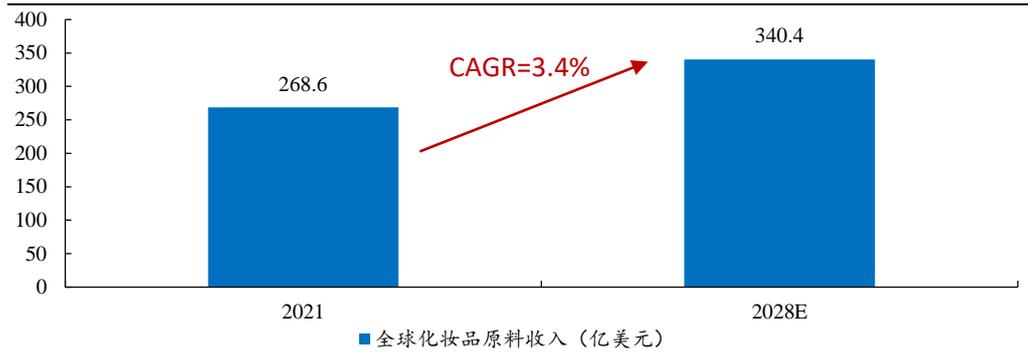
数据来源：中商情报网、开源证券研究所

图15：2021 年我国人均化妆品消费额相比美国、日本、韩国还有较大提升空间 (美元)



数据来源：《2022 美妆原料与产品洞察报告》、开源证券研究所

美妆个护行业扩容带动上游原料收入增长。根据 GIR 数据，2021 年全球化妆品原料收入达 268.6 亿美元，预计 2021-2028 年将以 3.4% 的复合增长率增长，2028 年将达到 340.4 亿美元。

图16: 全球化妆品原料收入规模 7 年 CAGR 为 3.4%


资料来源: GIR、开源证券研究所

国际巨头占据主要市场，国内企业逐步实现突破。 **国际:** 既有巴斯夫等依靠较大生产规模、丰富技术储备实现多类型化妆品原料的全面覆盖的大型化工企业，也有德之馨、帝斯曼等依靠丰富的行业和配方经验以及稳定的客户资源而专注于特定活性成分领域的化工企业。 **国内:** 起步较晚，技术储备、生产经营、客户资源等方面均存在不足，整体水平仍较大型跨国企业存在差距。近年来，以公司为代表的部分优秀国内化妆品活性成分企业开始凭借技术创新和稳定的质量进入到国际化妆品企业的采购体系，并实现了市场份额的不断提升。

表11: 国际企业原料品类丰富，发展历史较长

| 全球主要原料厂商 | 国家 | 成立时间 | 营收+个护/香气护理部门营收 | 毛利率 | 主要原料品类 | 主要下游客户 |
|---------------|----|------|--|-------|--|--|
| 禾大 (Croda) | 英国 | 1925 | 营收 13.8 亿英镑/+1%; 消费者护理部门营收 8.98 亿英镑/+17.7% | 47.3% | 覆盖表活、技术&性能成分和活性成分。三大个护品牌，共 877 种原料产品。 | 6100 个客户，覆盖 114 个国家。逐本等中国品牌，DECIEM、MARIO 等国际品牌。 |
| 亚什兰 (Ashland) | 美国 | 1924 | 营收 24 亿美元/+0.5%; 个人护理部门营收 6.78 亿美元/+14.5% | 34.7% | 约有 154 种产品，主要包括增稠剂、头发调理剂和防腐剂、包裹体等。 | 客户包括大型跨国品牌消费品公司和小型独立精品公司配方师。 |
| 巴斯夫 (BASF) | 德国 | 1865 | 营收 873 亿欧元/+11.1%; 原材料部门营收 201.86 亿欧元/+22.6% | 23.6% | 共有 54 种，覆盖四大类覆盖四大类。活性成分最多，占比 23%。 | 是全球最大的化妆品原料供应商，全世界一半的化妆品品牌都是其客户。 |
| 德之馨 (Symrise) | 德国 | 2003 | 营收 46.18 亿欧元/+20.7%; 香气护理部门营收 17.05 亿欧元/+14.39% | 36.9% | 以香气成分和活性物质为主。香气成分达到 156 种。化妆品成分，约有 120 种。 | 国际: 欧莱雅、宝洁、强生、城野医生等。国内: 上海家化、伽蓝、韩束、环亚、相宜本草、御泥坊等。 |
| 帝斯曼集团 (DSM) | 荷兰 | 1902 | 营收 83.90 亿欧元/+15.4%; 健康营养护理部门营收 29.39 亿欧元/+16.8% | 32.1% | 覆盖活性成分和技术&性能成分，以活性物质和香气成分为主。分成 8 大子品类，共 118 种。 | 国际: 雅诗兰黛、香奈儿、欧莱雅、宝洁、联合利华、资生堂等; 中国: 伽蓝、珀莱雅等。 |
| 科莱恩 | 瑞士 | 1886 | 营收 51.98 亿瑞士法郎 | 28.7% | 乳化剂、表面活性剂、 | 国际: 朝日松原颜料，霍巴赫色彩， |

| 全球主要原料厂商 | 国家 | 成立时间 | 营收+个护/香气护理部门营收 | 毛利率 | 主要原料品类 | 主要下游客户 |
|------------|----|------|--|-----|------------|------------------------------|
| (Clariant) | | | +18.89%; 护理化学部门营收 20.99 亿瑞士法郎/+23.54% | | 防腐剂以及活性成分。 | IGL, 印度石油等; 中国: 万华化学, 中国石化等。 |

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

表12: 国内个护原料企业体量相比国际龙头企业有较大差距

| 公司 | 主营业务 | 2022 营收 (亿元) |
|------|------------------|--------------|
| 赞宇科技 | 表面活性剂、油脂化学品 | 112.35 |
| 丽臣实业 | 表面活性剂、洗涤用品 | 30.44 |
| 力合科创 | 科技创新服务、化妆品塑料包装 | 26.18 |
| 天赐材料 | 锂电池材料、日化材料及特种化学品 | 223.17 |
| 科思股份 | 活性成分、香料 | 17.65 |
| 锦盛新材 | 塑料包装容器 | 2.43 |

资料来源: Wind、开源证券研究所

技术研究+经验积累+严格的供应商认证体系构筑坚实壁垒。化妆品活性成分和香料香精产品与生活密切相关, 下游厂商对质量、品质要求较高, 会严格筛选供应商保证产品、服务、质量稳定。

技术上,生产企业需要充分掌握产品配方、工程设计、反应控制、产品提纯等方面技术, 需要依赖研发生产人员技术和控制水平选择最优生产路径实现高效量产和污染危险最小化。

资质标准上,下游厂商建立了严格的筛选标准, 供应商需具备行业认可的生产质量管理体系, 原料药 GMP 质量管理体系, 以及接受 FDA 对现场检查。下游客户对供应商的筛选是长期过程, 需对供应商进行小批量、长时间测试, 质量、供应能力和售后服务均达到标准后才能够正式进入客户供应商名单, 一旦形成稳定供应关系后粘性较强, 新进入者很难短时期获得客户资源, **长时间的供应商认证体系形成了较高的市场壁垒。**

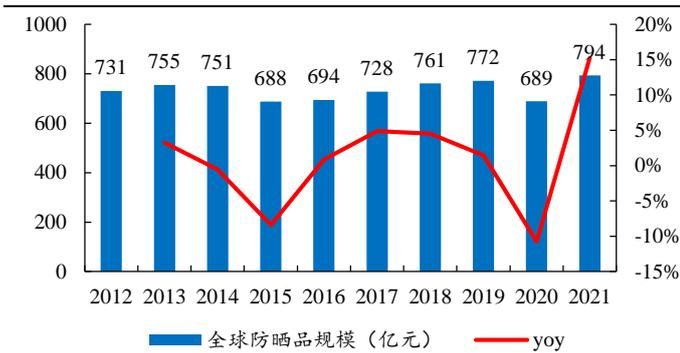
3.1、防晒剂

3.1.1、行业: 防晒需求升级, 市场量价齐升

全球防晒意识持续提升, 国内防晒市场快速增长。从全球范围来看, 防晒品市场近 10 年发展较为稳定, 2015-2020 年, 全球防晒剂消耗量由 3.8 万吨增长至约 5.4 万吨, CAGR 约为 7.3%, 预计 2025 年将达到 6.6 万吨, CAGR 约为 4.1%, 亚太地区消耗量高于其他地区; **我国防晒产品人均消费水平和渗透率远低于发达国家, 均有提升潜力。**2021 年, 科思股份化妆品活性成分及其原料的销量为 11,229 吨, 若以 Euromonitor 预计的 2021 年全球防晒剂总消耗量 54,000 吨为基础测算, 公司防晒剂产品市场份额占全球的 20% 以上。

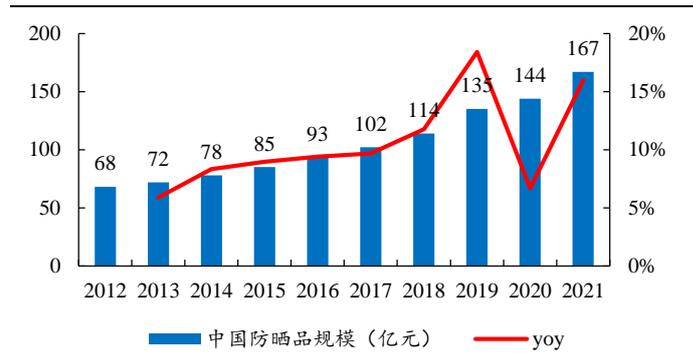
此外, **防晒需求从“可选”到“刚需”, 防晒产品市场潜力较大。**除常规的防晒霜、防晒乳之外, 其他类型的化妆品也开始注重防晒功能, 防晒剂的应用领域也越发广泛。据欧睿咨询, 约 25% 的客户在选择护肤品时要求具有防晒功能。

图17: 全球防晒品市场规模保持稳定增长



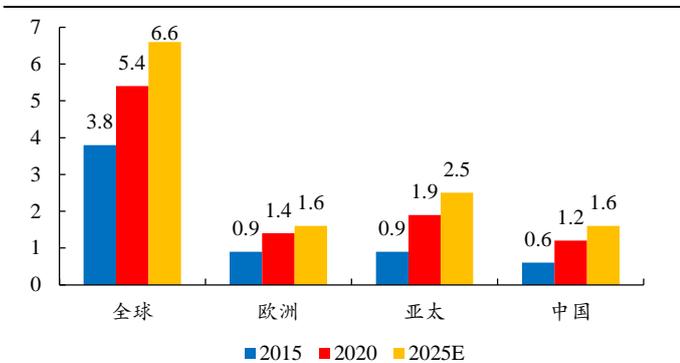
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图18: 受疫情影响, 2022年中国防晒品市场规模略有下滑



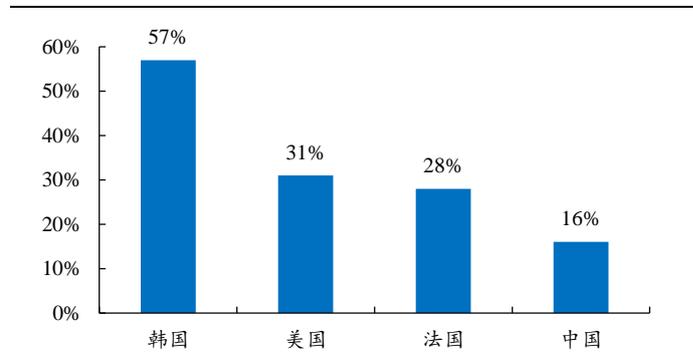
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图19: 全球防晒剂消耗量稳步增长



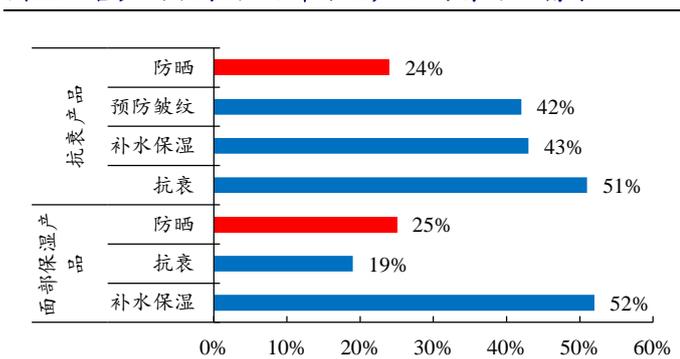
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图20: 我国防晒产品渗透率低于美国、韩国、法国



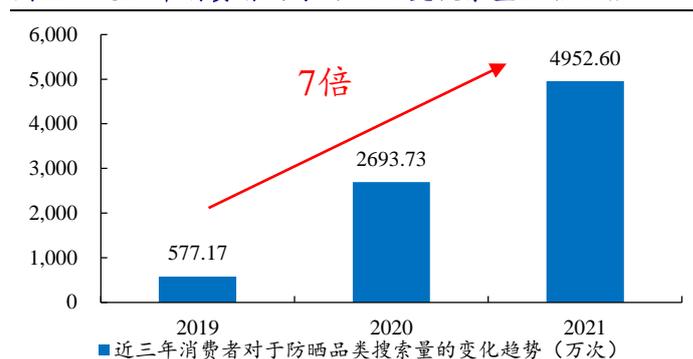
数据来源: 观研报告网、开源证券研究所

图21: 客户对抗衰和面部保湿产品均有防晒需求



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图22: 近三年消费者对于防晒品类搜索量上涨7倍



数据来源: 美丽修行大数据公众号、开源证券研究所

物理防晒剂 VS 化学防晒剂。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。物理防晒剂是通过反射或折射紫外线达到物理性屏蔽作用，稳定性高、安全性好，但比较厚重，肤感较差；化学防晒剂是通过吸收紫外线达到化学防晒作用，且对于长波 UVA 防护力更高，但有渗入皮肤或致敏等风险。物化结合使用可以在肤感、稳定性、防护范围等方面实现更好的协同。

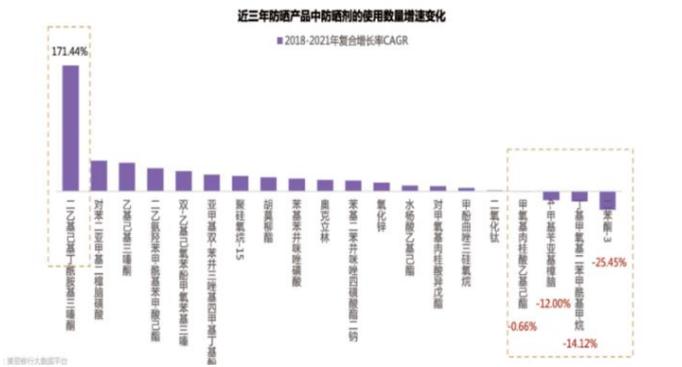
从防 UVB 到 UVB&UVA 全波段防护。紫外线分为 UVA 和 UVB 两类,其中 UVB 作用于皮肤表皮,通常表现为即时性的皮肤损伤,UVA 比 UVB 穿透力强,作用于皮肤真皮。在阳光中紫外线的能量分布中,UVA 是 UVB 的 15 倍。早期人们对 UVA 的防护没那么重视,近年来随着防晒产品市场发展以及对紫外线防护方面研究不断深入,对 UVA 乃至全波段防护效果更好的新型防晒产品市场需求增长较快。根据 CBNDATA 数据,2020 年广谱防晒占比已超过 60%。传导至上游防晒原材料,利好二乙基己基丁酰氨基三嗪酮 (PA)、奥克立林 (OCT)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 等防晒原料,2018-2021 年 PA 的 CAGR 达 171.44%。

图23: 物理防晒剂和化学防晒剂各有优劣



资料来源:美丽修行大数据公众号、开源证券研究所

图24: 2018-2021 年二乙基己基丁酰氨基三嗪酮使用数量 CAGR 达 171.44%



资料来源:美丽修行大数据公众号

图25: 消费者关注防晒产品的健康



资料来源:美丽修行大数据公众号

3.1.2、科思募投品类: 性能优越, 符合防晒剂主流演变趋势

公司在新型防晒剂领域实现技术突破,新增二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)、辛基三嗪酮 (EHT) 两个高单价产品,具备广谱、高效、稳定、安全等优势,能显著增加防护 SPF 值,符合防晒剂演变主流方向,主要应用于高端防晒产品。同时 P-S 产能得到提升,现有募投项目达产后,P-S 产能将升至 2000 吨。并且公司积极向物理防晒剂领域开拓,纳米级二氧化钛项目已进入试生产阶段,实现防晒剂领域全覆盖。

(1)二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯(PA):UVA 防晒剂,防晒波段在 320-400nm,

包含了整个 UVA 波段,是 BASF 研发的一种较新的油溶性化学性防晒剂。其光稳定性佳,没有 Avobenzone 那么容易被分解,分子量大约在 391 道尔顿,最高含量为 10%。PA 和 UVB 防晒剂搭配使用可以提升产品 SPF 值,有助于 UVB 的防护,并且没有致痘性。

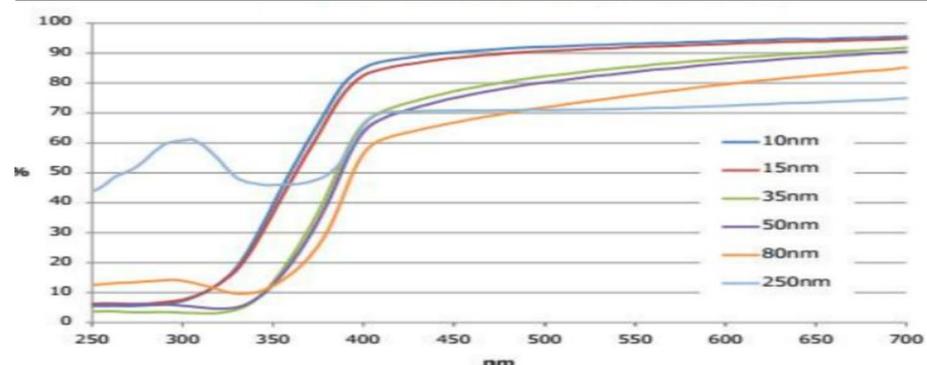
(2) 辛基三嗪酮 (EHT): UVB 防晒剂,防护效率高,光稳定性好,安全性好,可搭配 PA 使用,供应商以国际化工巨头巴斯夫为主。

(3) 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S): 新型广谱紫外线吸收剂,能同时吸收 UVA 和 UVB,属于化学防晒剂,具有脂溶性和较高的光稳定性,与其他化学防晒剂搭配使用,能显著增加其 SPF 值,契合目前防晒剂市场的发展趋势。据 Euromonitor 数据,2019-2021 年 P-S 防晒剂消耗量 CAGR 为 10%,位居所有防晒剂品类的前三位,具备广阔的市场空间。2018-2021 年,公司 P-S 营收 CAGR 达 60%。

(4) 纳米级二氧化钛: 优势: 化学稳定性好,较低的腐蚀性,无毒、无味、无刺激性,使用安全,还兼有杀菌除臭作用,并且抗紫外线能力强。与同样剂量的有机抗紫外剂相比,其在紫外区的吸收峰更高,且对中波和长波区紫外线均有阻隔作用(有机抗紫外剂只对单一中波区或长波区紫外线有屏蔽作用),并且加入化妆品使用时皮肤白度自然,克服了有机物或颜料级二氧化钛不透明,使皮肤呈现不自然苍白色的缺点。

粒径大小控制和表面处理是纳米二氧化钛技术核心。 粒径越小,不可见光透光率越低,对紫外线光的衰减作用越强,可见光透光率越高,能够减少假白感;表面处理分散不聚集能够提高产品稳定性和性能。15nm 及以下的纳米二氧化钛能够满足防晒剂使用的需求,尽可能多的阻挡紫外线,又尽可能多的透明。目前,国际研究方向:(1)降低生产成本,减轻团聚,提高其分散性;(2)通过表面处理提高产品性能;(3)对粒子大小、形状进行有效控制。

图26: 15nm 以下二氧化钛具备可见光领域较高透光率和不可见光领域接近 0 的透光率



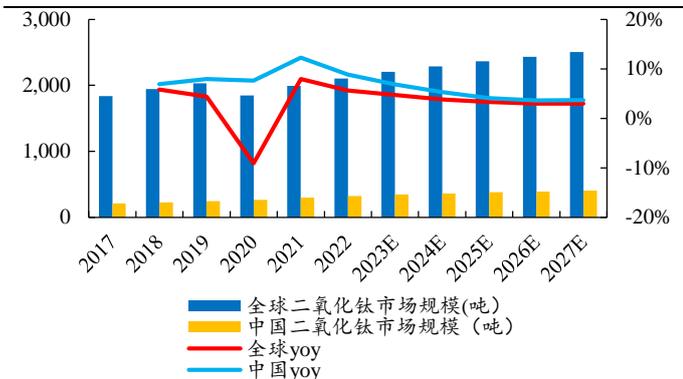
资料来源:浩泰生物《帝国化工物理防晒剂二氧化钛/氧化锌知识介绍》

规模: 根据 Euromonitor 数据,2017-2022 年全球二氧化钛防晒剂市场规模由 1836.3 吨增长至 2103.6 吨,CAGR 为 2.8%,预计 2023-2027 年将以 3.3%的复合增长率持续增长。

格局: 日本 TAYCA 较早实现技术突破,占据主要市场份额。化妆品级纳米二氧化钛主要生产商有日本 TAYCA、日本石原、德国迪高沙、美国 DuPont、澳大利亚 Mineral Commodities 等。日本 TAYCA 较早实现技术突破,市场份额约为 70%。国内能生产 15nm 以下的钛白粉厂商较少,科思股份在该领域实现了技术突破,随着

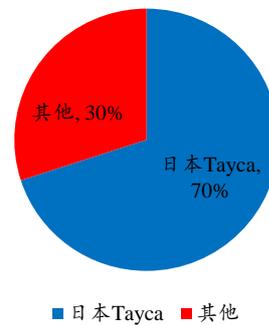
2000t/a 二氧化钛项目逐渐放量，科思有望在纳米级二氧化钛领域改变国外企业占主导地位的市场格局。

图27：中国市场纳米二氧化钛增速高于全球



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图28：日本 TAYCA 占据纳米二氧化钛约 70% 市场份额



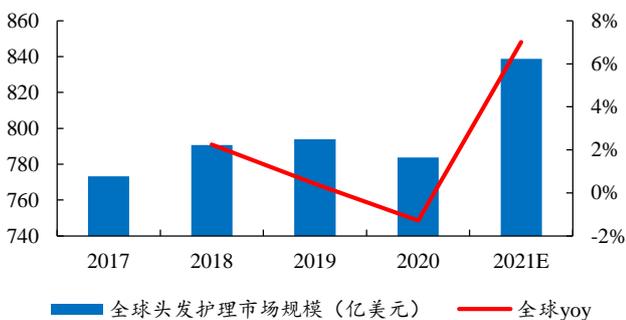
数据来源：浩泰生物《帝国化工物理防晒剂二氧化钛/氧化锌知识介绍》、开源证券研究所

3.2、去屑剂

3.2.1、行业：替代效应+消费升级，PO 有望迎高速发展

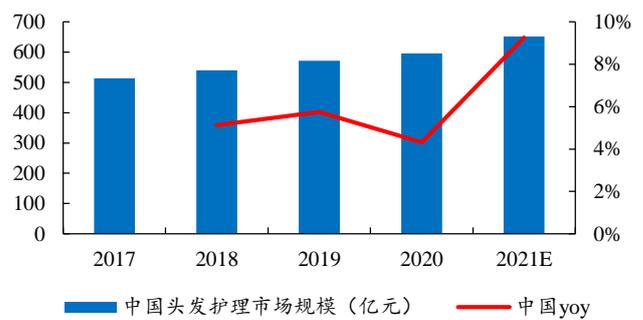
全球和中国头发护理市场规模稳健增长。2017-2020 年全球头发护理市场规模从 773 亿美元上涨至 783.78 亿美元，CAGR 为 0.4%。其中，中国头发护理市场规模从 513.88 亿元人民币上涨至 596 亿元人民币，CAGR 为 5.1%。预计 2021 年全球和中国头发护理市场规模分别以 7% 和 9.3% 的速度稳健增长。

图29：预计 2022 年全球头发护理市场规模达 850 亿美元



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

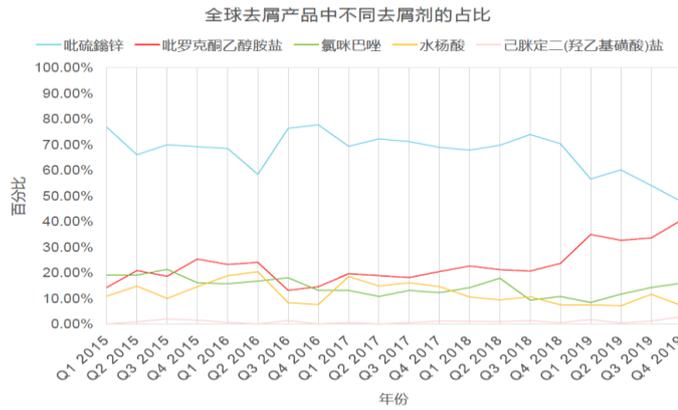
图30：预计 2022 年中国头发护理市场规模 635.44 亿元



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

高端去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐产品（PO）市占率提升，欧盟禁用 ZPT 替代空间可观。市场常用的去屑剂有吡啶硫酮锌（ZPT）、吡罗克酮乙醇胺盐（PO）、氯咪巴唑（CLM, Climbazole）、水杨酸等。其中，ZPT 去屑效果较好且成本低，是最为广泛使用的去屑剂产品；PO 止痒去屑性能优于同类产品，市占率快速提升。PO 由西德司特公司研制，在国外应用超过 30 年，不同于常见去屑剂通过脱脂方式从表面暂时消除头屑，PO 能有效抑菌、分解过氧化物，是通过杀灭和抑制真菌来达到去屑目的，能从根本上阻断头屑产生的外部渠道，有效根治头屑头痒，同时具备良好的溶解度和复配性能，具有广谱抗菌性，对真菌具有更优异的抑菌效果。PO 成本较高，广泛应用于中高端洗发产品中，包括宝洁、海飞丝、联合利华、欧莱雅等品牌。

图31: P.O.在全球去屑产品中占比上升



资料来源:《2018-2019 年国产去屑洗发类化妆品种去屑剂检测结果分析》

表13: 中国 PO 添加比例标准上限高于 ZPT

| 去屑剂 | 英文简称 | 中国标准 | 欧盟标准 | 韩国标准 | 日本标准 | 东盟标准 |
|----------|----------|-------|-------|-------|-------|------|
| 吡硫翁锌 | ZPT | 0.50% | 禁用 | 1% | 0.10% | 2% |
| 吡罗克酮乙醇胺盐 | P.O./OCT | 1% | 1% | 1% | 0.05% | 1% |
| 氯咪巴唑 | CLM | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 禁用 | 2% |
| 水杨酸 | BHA | 3% | 3% | 0.50% | 0.20% | 3% |

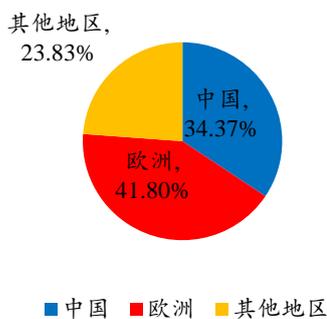
资料来源:《2018-2019 年国产去屑洗发类化妆品种去屑剂检测结果分析》、开源证券研究所

3.2.2、科思股份: 3000 吨 PO 产能建设中, 预计 2023 年年中进入投产试运行阶段

2022 年, 公司在安庆科思高端个人护理品及合成香料项目规划 3000t/a 去屑剂 PO 产能。

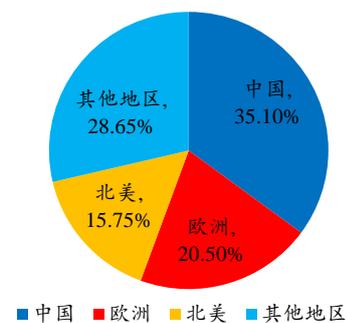
欧盟禁用 ZPT, PO 在去屑剂领域市占率有望进一步提升。2021 年 11 月, 欧盟修订欧洲化妆品禁用成分清单, ZPT 因 GHS 1B 生殖毒性被禁用, 该禁令于 2022 年 3 月正式生效。根据 QYR 数据, 2021 年欧洲 ZPT 消费量占全球市场的 20.5%, ZPT 原料市场价格约为 78 元/kg, 以 2022 年 1.17 亿美元的全球市场规模计算, 欧洲消费规模大约为 2100 吨。随着 ZPT 在欧洲被禁止使用, PO 有望进一步填补 ZPT 禁用后在欧洲市场的空白。

图32: P.O.消费端欧洲是全球最大消费市场



数据来源: QYR、开源证券研究所

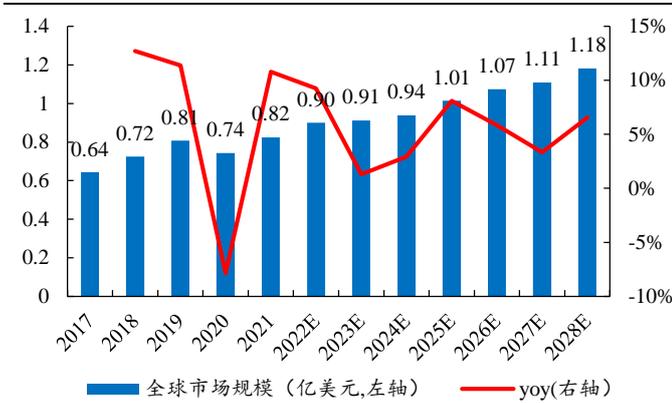
图33: ZPT 在欧洲市占率为 20.5%



数据来源: QYR、开源证券研究所

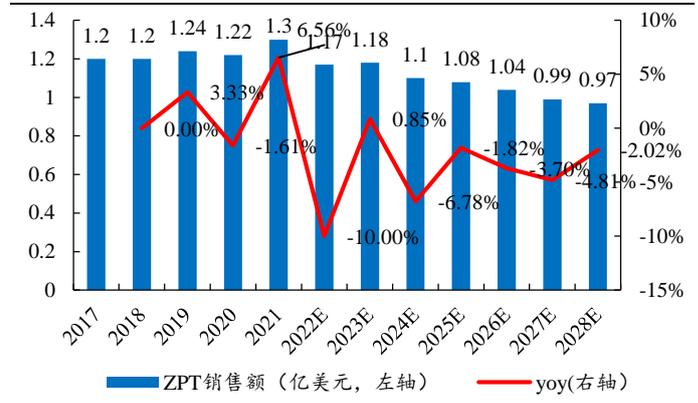
规模:考虑到欧盟 ZPT 禁令具有示范作用,其他国家和地区可能也会出台禁令,预计未来洗发产品中 ZPT 使用量将逐渐减少。预计 2022-2028 年 ZPT 销售额将从 1.17 亿美元下降至 0.97 亿美元。PO 作为和 ZPT 作用机理类似,去屑效果更好的去屑剂成分,预计将部分取代 ZPT 市场空间,迎来规模快速扩容。

图34: 预计 PO 市场规模将进一步上升



数据来源: QYR、开源证券研究所

图35: 预计 ZPT 市场规模将进一步萎缩



数据来源: QYR、开源证券研究所

格局: PO 品类集中度较高,目前全球主要厂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,2021 年前三家厂商份额全球份额超过 73%。

表14: 前三家厂商市占率超过 73%

| 公司 | 市占率 | 成立时间 | 国家 | 公司介绍 |
|------------------------|------|--------|----|--|
| 烟台东方化学 | 73%+ | 2002 年 | 中国 | 生产、销售印染助剂、选矿药剂、日用化工、橡塑产品(以上不含化学危险品)等,注册资本 280 万人民币。 |
| 科莱恩 | | 1995 年 | 瑞士 | 作为世界领先的瑞士特种化学品公司,主要业务分为护理化学品、催化剂和自然资源业务。其中 2021 年护理化学品销售额达 17 亿瑞士法郎。 |
| 斯拜科 | | 2000 年 | 中国 | 作为一家集研发、生产、销售于一体的国家级高新技术企业,生产以美容多肤、多靶点植物美白素等植物提取物、合成产品、表面活性剂、防腐剂等为代表的多种产品。 |
| 浙江丽晶化学 | | 1993 年 | 中国 | 提供吡罗克酮 (PO)、吡啶硫酮锌 (ZPT)、吡啶硫酮铜 (CPT) 等。 |
| Kumar Organic Products | | 1978 年 | 印度 | 以技术和性能为基础的化学公司,从事化妆品和医药应用的特殊化学品的制造。 |

资料来源: QYR、开源证券研究所

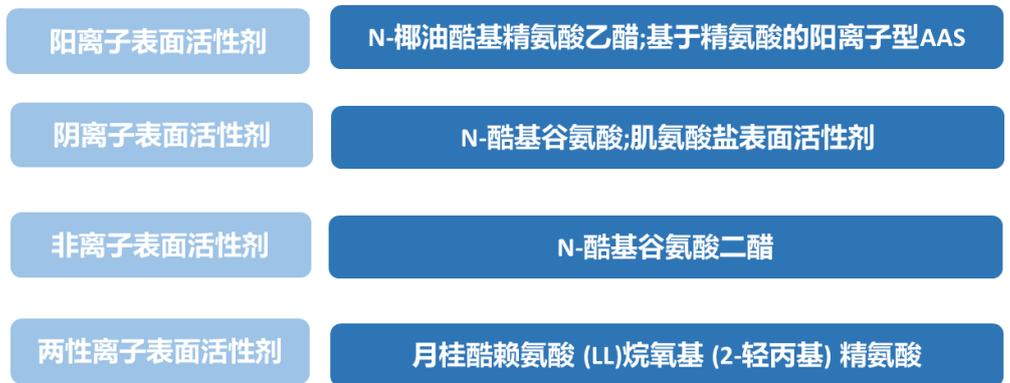
3.3、氨基酸表面活性物 (AAS)

3.3.1、行业: 性能优越, 中国为氨基酸表活最大市场

性能及应用:氨基酸表面活性剂是以 22 种基本氨基酸 (α-氨基酸) 为原料制备所得,模拟天然双亲性高分子如蛋白质等,是一类可再生物质来源的新型绿色环保表面活性剂。具有低刺激性、低毒性和良好的生物相容性,同时具备极好的表面性能和显著的抗菌性能,在食品、医药以及化妆品行业得到广泛应用。其中,洁面乳

是氨基酸表活的最重要的应用，2018年占消费市场份额的68.28%。

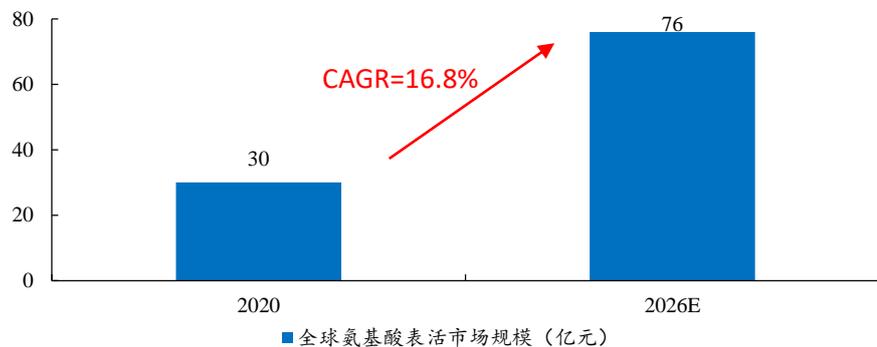
图36：氨基酸表活主要分为四类



资料来源：表面活性剂发展中心公众号、开源证券研究所

规模：据QYR数据，2020年，全球氨基酸表面活性剂市场规模达到30亿元，预计2026年将达到76亿元，CAGR高达16.8%。目前，中国是最大的氨基酸表面活性剂消费市场，占据全球大约60%的份额，其次是欧洲和北美地区。同时，根据Euromonitor数据，2016-2021年中国氨基酸衍生物类表面活性剂消耗量的复合增速达到23.9%，大幅高于表面活性剂的整体水平。

图37：全球氨基酸表活市场规模增长较快



数据来源：QYR、开源证券研究所

格局：在全球氨基酸表面活性剂领域，公司主要面对日本味之素、瑞士科莱恩、英国禾大以及国内天赐材料、普济生物、万盛股份、丽臣实业等企业的竞争。味之素、中狮化学和长沙普济生物，这三家生产商市场份额占到全球的30%。

表15：长沙普济生物、华狮化工、天赐新材具备较大产能规模

| 企业名称 | 现有产能 (吨/年) | 在建产能 (吨/年) |
|----------|------------|------------|
| 长沙普济生物 | 20000 | 130000 |
| 南京华狮化工 | 50000 | — |
| 天赐新材 | 29000 | 50000 |
| 广州花语 | — | 18000 |
| 张家港格瑞特化学 | — | 20000 |
| 湖州欧利生物 | 6000 | — |

| 企业名称 | 现有产能 (吨/年) | 在建产能 (吨/年) |
|--------|------------|------------|
| 江苏万洪 | 5000 | —— |
| 江苏泰利达 | 3000 | —— |
| 广州壹凡化工 | 2000 | —— |
| 合德新材料 | —— | 800 |

资料来源：表面活性剂发展中心公众号、开源证券研究所

3.3.2、科思股份：12800吨氨基酸表活产能建设中，丰富个护品类和结构

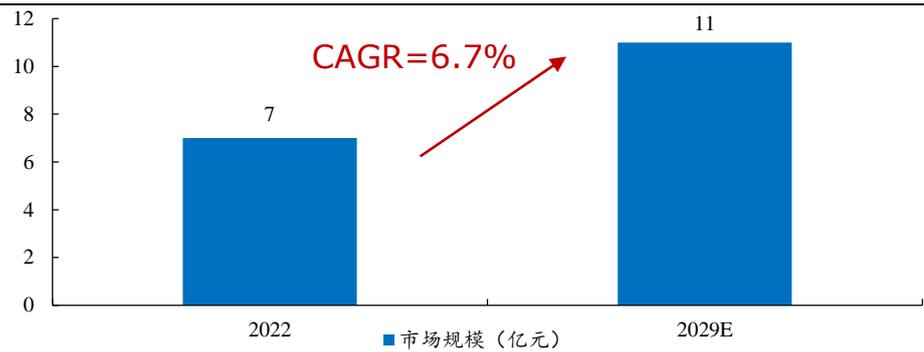
据科思股份可转债说明书，公司计划投资建设椰油酰甘氨酸钠、椰油酰甘氨酸钾、甲基椰油酰基牛磺酸钠，各产品产能分别为 5500t/a、3000t/a、4300t/a，合计 12800t/a。公司产品性能优越，均为氨基酸表活领域应用范围较广，规模较大的品类，预计完全达产后收入达 3.98 亿元，预计 2023 年年中将进入投产试运行阶段。

a. 氨基酸表面活性物-椰油酰甘氨酸钠 (SCG)：椰油酰甘氨酸钠基本应用性能优于月桂酰甘氨酸钠 (LG) 与脂肪醇聚氧乙烯醚硫酸钠 (AES)，具备较好的表面活性、泡沫性能、润湿性能、乳化性能。目前主要生产厂商：AOC、科莱恩、英诺斯派、中狮国际集团 (USA)、苏威集团、Stepan、广州天赐、河南表面化工。

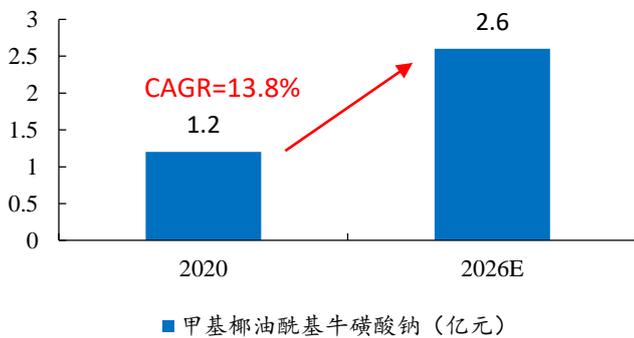
b. 氨基酸表面活性物-椰油酰甘氨酸钾 (PCG)：椰油酰甘氨酸钾在清洁皮肤的同时还能养肤，被称为洁面明星成分。其具备温和亲肤的洁净能力，清爽与滋润兼得，抗硬水能力强，泡沫丰富、稳定且有弹性；清洗后皮肤洁净不紧绷，既可作为主表面活性剂使用，又能和其他表面活性剂复配，复配性能好，且在其他表面活性剂的作用下可提高溶解度，可制成透明产品，并且具有生物可降解性，使用安全对环境无负面影响。

c. 氨基酸表面活性物-甲基椰油酰基牛磺酸钠 (SMCT)：甲基椰油酰基牛磺酸钠是新型氨基酸型表面活性剂，由天然来源的脂肪酸与甲基牛磺酸钠缩合而成，具有水溶性好，刺激性低，泡沫丰富细腻且稳定，耐酸碱性能好，易生物降解的特点，能赋予毛发和皮肤滋润感，是无硫酸盐体系的优良替代品，被广泛应用于各类洗涤类化妆品中，如洁面膏、沐浴露、洗手液、温和香波、染烫后香波等。

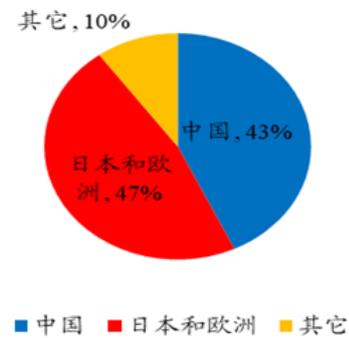
规模&格局：根据 QYR 数据，2020 年全球甲基椰油酰基牛磺酸钠市场规模达到了 1.2 亿元，预计 2026 年将达到 2.6 亿元，CAGR 为 13.8%。全球生产甲基椰油酰基牛磺酸钠主要企业有东邦化学、张家港格瑞特化学、禾大、科莱恩、上海得高等，中国市场核心厂商包括 Croda、Toho Chemical Industry、格瑞特 (张家港) 化学有限公司、Clariant 和 Delta 等。全球前五大企业共占有超过 50% 的市场份额。区域上中国是全球最大的甲基椰油酰基牛磺酸钠生产市场，2020 年市场份额约为 43%，日本和欧洲占有将近 47% 的市场份额。

图38：椰油酰甘氨酸钠市场规模（亿元）


数据来源：QYR、开源证券研究所

图39：预计甲基椰油酰基牛磺酸钠 2026 年将达 2.6 亿元


数据来源：QYR、开源证券研究所

图40：2020 年中国市场占据 43% 的市场份额


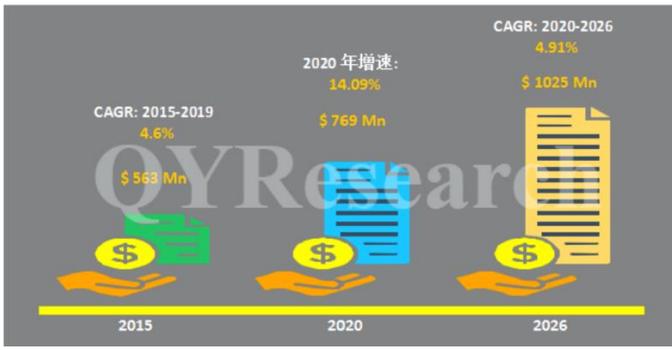
数据来源：QYR、开源证券研究所

3.4、增稠剂卡波姆：国内产能短缺，国产替代前景广阔

中和后的卡波姆是优秀的凝胶基质，有增稠、悬浮等重要用途。对比常用的增稠剂，卡波姆具有更好的安全性、稳定性、防腐性和流变性。其生产工艺简单，稳定性好，广泛应用于乳液、膏霜、凝胶中。据 QYR 数据，2019 年全球超过 65% 的卡波姆应用于化妆品和个人护理品中。

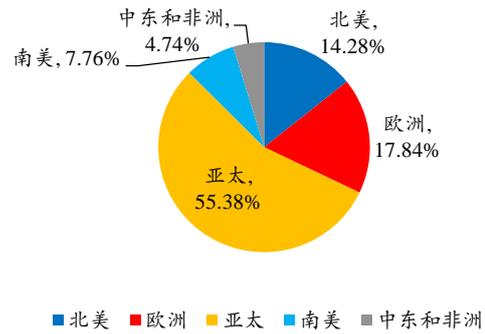
全球卡波姆市场较大且增长稳定，亚太是最主要消费地区。根据 QYR 数据，2015-2019 年全球卡波姆收入 CAGR 约为 4.6%，2020 年全球卡波姆市场规模为 7.69 亿美元/yoy+14.09%，预计 2020-2026 年将以 4.91% 的复合增速稳步增长，2026 年规模将达到 10.25 亿美元。亚太是卡波姆最主要的消费地区，2019 年占全球总量的 55.38%。欧洲其次，占全球总量的 17.84%。

图41：预计 2026 年卡波姆市场规模将达到 10.25 亿美元



资料来源：QYR

图42：亚太为最大消费地



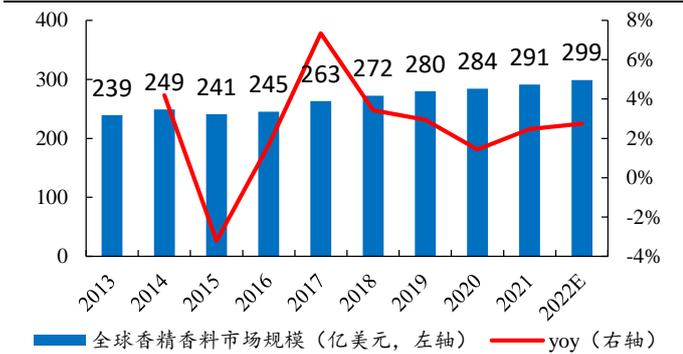
数据来源：QYR、开源证券研究所

格局：根据 QYR 数据，Lubrizol, Tinci Materials, SNF Floerger, Newman Fine Chemical, Evonik, Sumitomo Seika 等龙头企业在国际市场占据领先地位，2020 年共占全球市场 90.97% 的市场份额。其中美国 Lubrizol 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，导致国内市场对卡波姆进口量较大价格较高。科思股份可转债募投项目将新增卡波姆产能 2000 吨/年，占全球 2020 年卡波姆产量 67455 吨的比例约 3%。若科思股份卡波姆产能顺利投产，将有助于缓解国内产能紧缺的现状。

4、香精香料：空间广阔，亚洲承接产业转移

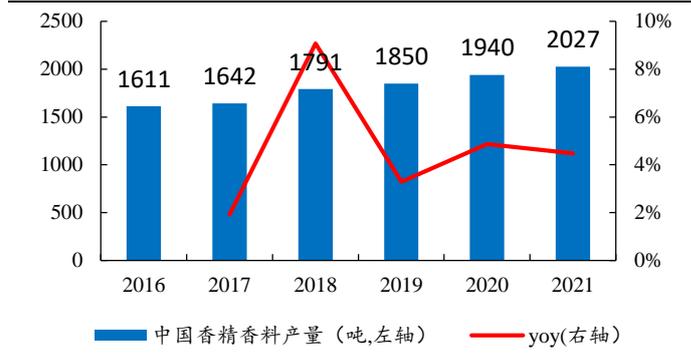
香精香料全球市场稳步增长，空间广阔。近20年，国际香料香精销售额在世界精细化工行业中仅次于医药行业，位居第二。据共研网数据，2021年全球香精香料市场规模已达291亿美元，同比增长2.5%，其中2016-2021年CAGR为3.5%。随着全球经济增长以及消费水平不断提高，人们对食品、日用品的品质要求愈来愈高，促进了香精香料行业较快增长。

图43：全球香精香料市场规模稳步增长



数据来源：共研网、开源证券研究所

图44：中国香精香料产量稳步增长

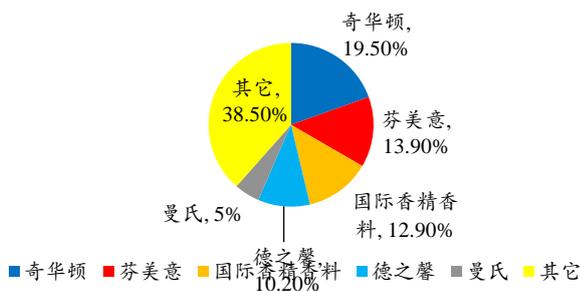


数据来源：共研网、开源证券研究所

海外巨头垄断市场，国内行业尚处发展期。香精香料行业具有较高市场壁垒，生产工艺先进性与稳定性是行业地位的关键因素。欧美日龙头企业凭借悠久历史、雄厚研发实力以及大规模投入垄断市场，满足多元化布局、高研发投入和高毛利特征。2017年奇华顿、芬美意、国际香精香料 IFF、德之馨四大巨头市场份额占比达56.5%，短期优势地位难以撼动。而国内香精香料企业规模较小，格局分散，集中在中低端竞争。但是以科思股份为代表的少数企业凭借创新的技术优势、稳定的供应链在部分细分品类已具备较强的竞争实力。

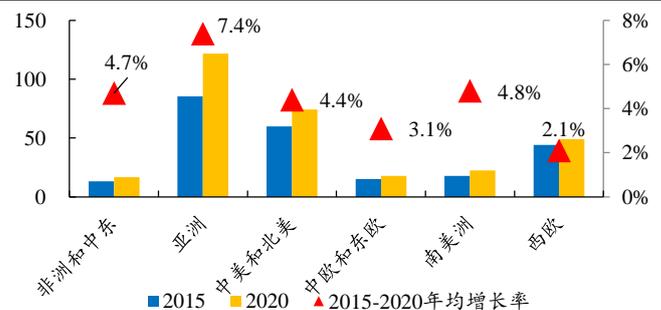
香料香精产业向发展中国家转移，亚洲市场需求提升潜力高。当前西欧、美国、日本等发达国家市场需求趋近饱和，其在本土的销售额仅占30%-50%，香料香精的销售重心逐步向发展中国家转移。亚洲市场2015-2020年香精香料消耗量年均增长7.4%，成为香料香精市场发展的主要动力。同时，中国香精香料产业资源优势明显，人工成本较低，奇华顿、芬美意等国际巨头近年来频繁在中国投资设厂，推动国内香精香料市场规模增长。

图45：2017年香精香料市场CR5为61.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：亚洲国家香精香料市场消耗量增速较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、技术积累+客户资源+成本转嫁，构筑成长护城河

5.1、技术积累丰富且稳定，资质认证齐全

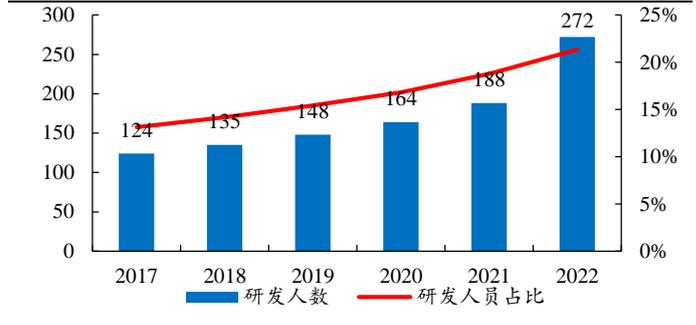
研发投入加大，加码赋能技术能力。公司研发投入占营收的比例由2016年3.3%上涨至2022年4.6%，研发人数也逐年上升，2022年研发人数已达272人，占比达到21.33%，研发投入达8040万元/yoy+77.7%。

图47：研发投入逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图48：研发人员占比不断提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

核心技术加持，助力产品矩阵拓宽。公司研发中心密切关注行业技术发展趋势和市场动态，并围绕公司主营业务发展方向和未来发展战路，结合行业内新技术、新工艺实施了多项新产品研发项目，并进行了多层次的技术储备，为公司未来的可持续发展提供了技术保障。截至2022年9月，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。公司已经形成12项核心技术，除对已经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。

表16：公司具备多项核心技术

| 序号 | 核心技术名称 | 技术来源 | 主要应用产品 | 技术所处阶段 |
|----|------------------------|------|--|--------|
| 1 | 高选择性加氢技术 | 自主研发 | 铃兰醛、异佛尔醇（中间品）、辛基三嗪酮 | 大批量生产 |
| 2 | 绿色氧化反应技术 | 自主研发 | 对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛 | 大批量生产 |
| 3 | Friedel-Crafts 烷基化反应技术 | 自主研发 | 对叔丁基甲苯（中间品） | 大批量生产 |
| 4 | Friedel-Crafts 酰基化反应技术 | 自主研发 | 2-萘乙酮、对甲氧基苯乙酮、合成茴脑、对甲基苯乙酮、双-乙基己氧苯酚 甲氧基三嗪、二乙氨基羧基苯甲酸己酯 | 大批量生产 |
| 5 | 亚甲基缩合反应技术 | 自主研发 | 阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸 异辛酯、对甲基苯甲烯基樟脑、依托立林（中间品） | 大批量生产 |
| 6 | 醚化反应技术 | 自主研发 | 双-乙基己氧苯酚甲氧基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛 | 大批量生产 |
| 7 | 酯化反应技术 | 自主研发 | 对叔丁基苯甲酸甲酯、二乙氨基羧基苯甲酸己酯、水杨酸甲酯 | 大批量生产 |
| 8 | 酯交换反应技术 | 自主研发 | 奥克立林、原膜散酯、水杨酸异辛酯、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸戊酯 | 大批量生产 |
| 9 | MPV 化学还原技术 | 自主研发 | 合成茴脑 | 大批量生产 |

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

29 / 40

| 序号 | 核心技术名称 | 技术来源 | 主要应用产品 | 技术所处阶段 |
|----|---------|------|------------------|----------|
| 10 | 纳米研磨技术 | 合作研发 | 亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚 | 批量生产 |
| 11 | 纳米包覆技术 | 自主研发 | 物理防晒剂 | 部分型号开发完成 |
| 12 | 自由基聚合技术 | 自主研发 | 卡波姆 | 部分型号开发完成 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、大客户稳定且集中，新品检测认证提效

化妆品原料的安全性在一定程度上决定了后续产品的安全性，下游客户对上游原料的认证和准入较为严格。目前，在中国、欧盟、美国、日本四个国家同时批准使用的防晒剂只有 11 种，能生产相应产品并许可进入当地市场的厂商较少。同时下游厂商在选择供应商时会经过严格的遴选机制，需花费大量时间精力进行考证，以确保供应商产品品质、供应能力、管理体系符合其要求，导致合作后的客户转换成本较高，进而粘性较强。

前五大客户营收占比超过 60%。公司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；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。2019-2022 年公司前五大客户营收占比分别为 65.59%、62.64%、57.15%和 61.88%。其中，帝斯曼为公司第一大客户，2022 年其为公司带来 6.19 亿元营收/yoy+47.38%，占比 35%。此外，部分新产品在导入过程中无需重复履行供应商认证环节。目前，公司已对部分客户进行了送样检测，来加快客户对新产品的认证周期，且与大客户以及联合利华、宝洁等全球领先洗护用品公司拓展进一步合作空间，实现新品的快速放量。

表17：2022 年前五大客户营收占比 61.88%

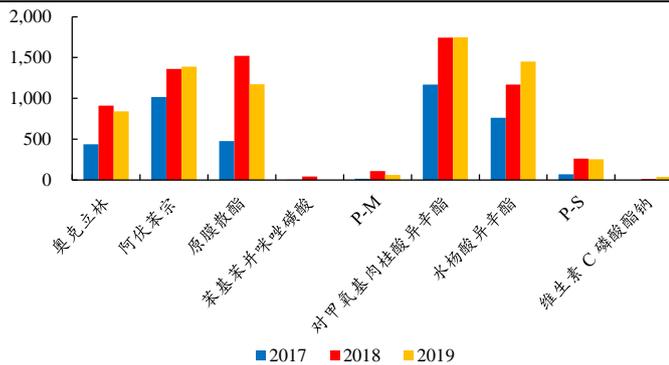
| 年份 | 前五大客户 | 营业收入（万元） | 占营业收入比例 | 主要产品 |
|--------|----------------------------|-----------|---------|---------|
| 2022 年 | 帝斯曼 | 61976.56 | 35.12% | P-S、OMC |
| | Formulated Solutions, LLC | 13667.67 | 7.74% | OCT、HMS |
| | Playtex Manufacturing Inc. | 12096.42 | 6.85% | OCT、HMS |
| | 拜尔斯道夫 | 11475.94 | 6.50% | AVB、EHT |
| | 欧莱雅 | 9992.69 | 5.66% | AVB、EHT |
| | 合计 | 109209.29 | 61.88% | |
| 2021 年 | 帝斯曼 | 42031.07 | 38.55% | P-S、AVB |
| | 奇华顿 | 6002.96 | 5.51% | LLY、AT |
| | 德之馨 | 5133.11 | 4.71% | LLY、OMC |
| | 拜尔斯道夫 | 4867.15 | 4.46% | AVB、HMS |
| | 上海禾稼贸易有限公司 | 4287.09 | 3.93% | LLY、AT |
| | 合计 | 62321.38 | 57.15% | |
| 2020 年 | 帝斯曼 | 43630.92 | 43.26% | P-S、AVB |
| | 奇华顿 | 6566.95 | 6.51% | LLY、AT |
| | 德之馨 | 4677.25 | 4.64% | LLY、OMC |
| | 拜尔斯道夫 | 4621.19 | 4.58% | AVB、HMS |
| | 上海禾稼贸易有限公司 | 3677.70 | 3.65% | LLY、AT |
| | 合计 | 62321.38 | 57.15% | |

| | | | | |
|-------|------------|----------|--------|---------|
| 2019年 | 合计 | 63174.01 | 62.64% | |
| | 帝斯曼 | 44585.92 | 40.52% | OMC、AVB |
| | 亚什兰 | 10639.32 | 9.67% | HMS、OCT |
| | 德之馨 | 6850.86 | 6.23% | OMC、MBC |
| | 奇华顿 | 6183.07 | 5.62% | LLY、AT |
| | 上海禾稼贸易有限公司 | 3908.73 | 3.55% | LLY、AT |
| | 合计 | 72167.9 | 65.59% | |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

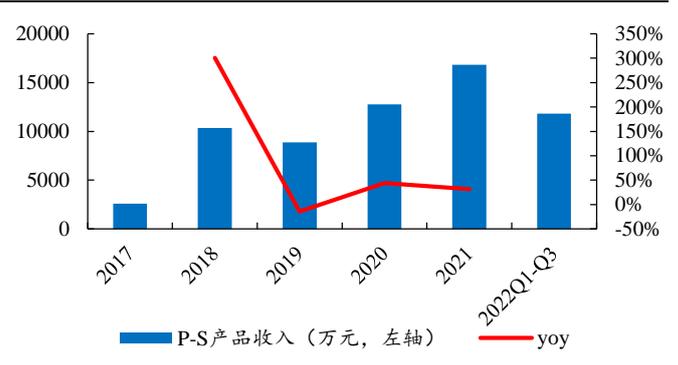
凭借在新型广谱防晒剂领域的深入合作进一步提升了双方的业务规模。2015年公司与帝斯曼开始合作研发新型广谱紫外线吸收剂 P-S 和 P-M 产品，2016年初成功开发完成，且于当年完成产线建设并签订《采购协议》。2017-2023年，双方为独家供应和独家采购体系，在独家供应和采购期限届满时，双方可进一步协商按年度进行续期。在具体业务执行过程中，帝斯曼根据自身需求按季度向公司下达采购意向，约定下一季度采购量和价格，公司结合自身产能实际和帝斯曼的具体订单组织生产和交付。公司 P-S 和 P-M 产品均销售至帝斯曼，其中 P-S 产品下游市场需求旺盛，产能利用率和产销率持续保持在较高水平。我们认为随着公司产品进一步丰富有望获得更多海外巨头的认可。

图49：帝斯曼采购产品数量逐年增长（万元）



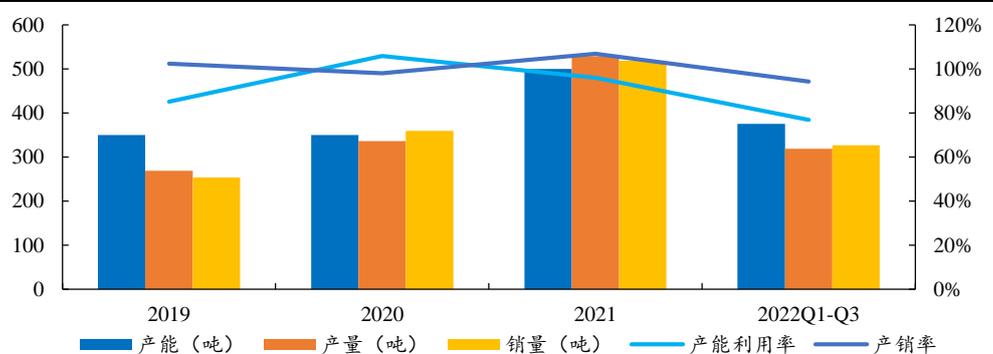
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图50：帝斯曼 P-S 采购量逐年上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：2019-2022Q3 公司 P-S 产品产能利用率和产销率维持在较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

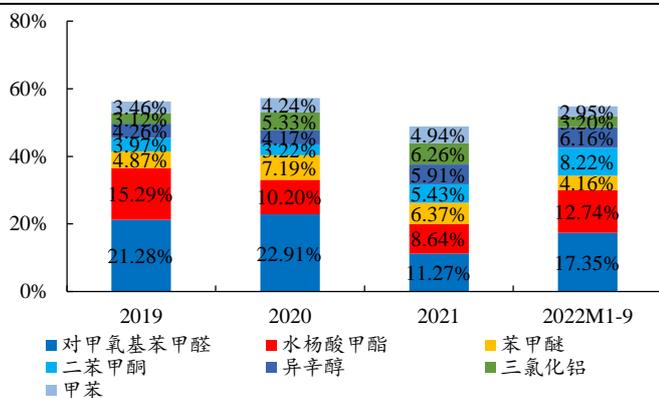
5.3、成本转嫁能力强且规律，品类优化后弱化周期影响

公司主要原材料多为大宗化工品原料，占营业成本比重较高。公司主要原材料如对甲氧基苯甲醛、水杨酸甲酯、苯甲醚、二苯甲酮、异辛醇、三氯化铝、甲苯等多为大宗化工品原料，2019-2021年原材料采购成本占营业成本比例分别为56.24%、57.26%、48.83%，其中对甲氧基苯甲醛占原材料成本比重最大。2022年1-9月对甲氧基苯甲醛/水杨酸甲酯/苯甲醚/二苯甲酮/异辛醇/三氯化铝/甲苯在主营业务成本中占比分别为17.35%/12.74%/4.16%/8.22%/6.16%/3.2%/2.95%。

各类原材料与原油价格有较强相关性，公司原材料成本具有周期性。2019-2020年上半年，原油价格下跌，公司产品对应的化工原材料价格总体呈下降趋势。2020年对甲氧基苯甲醛/水杨酸甲酯/苯甲醚/二苯甲酮/甲苯采购价格yoy-9.7%/-32.1%/-5.7%/-17.6%/-31.9%。2020年下半年至2021年，原油价格上涨，2021年公司产品对应的苯甲醚/二苯甲酮/异辛醇/三氯化铝/甲苯原材料采购价格yoy+2.3%/+108%/+87%/+31.2%/+49.8%。

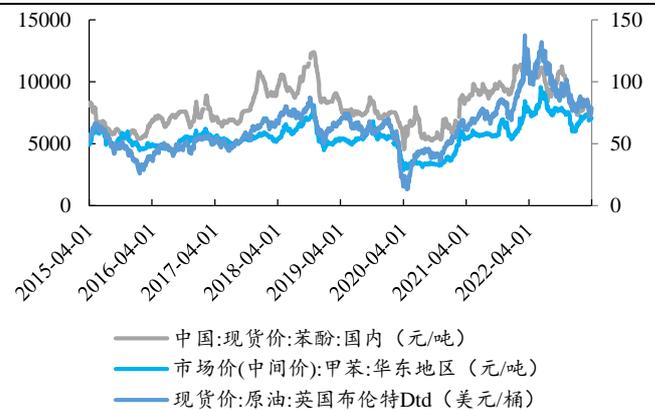
提价转嫁成本彰显定价权和成长性。2017—2020：2017年化工原材料价格大幅上涨，公司于2018年提高产品销售价格转移成本压力，公司产品单吨毛利大幅上升。2019年化工原材料价格回落，公司并未降低产品价格。由于原材料价格变化对后端产品的价格传导和调整存在一定的滞后性，因此基于2018年原材料价格的提升，公司在2019年初继续提高了产品价格。价格调整符合行业需求，也被下游市场接受。2020年原材料成本价格大幅下降，公司产品单吨平均价格并未明显下跌，其中化妆品活性成分及其原料单吨价格仍维持上涨趋势。**2021-至今：**2021年以来，基于原材料和海运价格大幅上涨，公司于2021Q4/2022Q1/2022Q3分别提价改善盈利能力。

图52：公司原材料采购价格占总成本50%左右



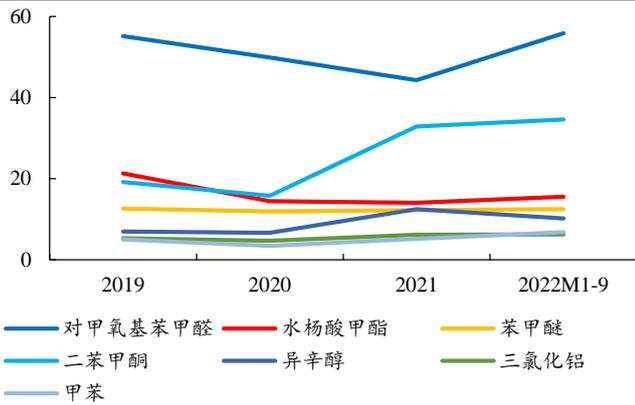
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图53：公司原材料市场价格和原油价格具有相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：公司原材料采购价格具有周期性



数据来源：Wind、开源证券研究所

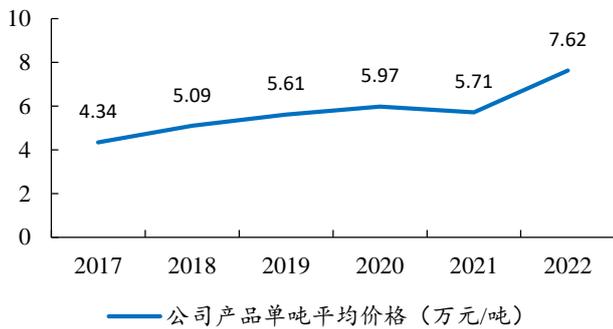
图55：公司毛利率和原油价格呈现反向相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力稳步提升。2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1 公司毛利率分别为 26.26%/34.04%/39.17%/44.96%/49.04%，环比+6.04/+7.78/+5.13/+5.79/+4.08pct。随着整体产能利用率提升以及新产能投放，公司毛利率处于较高水平，受成本波动影响逐渐趋弱。

图56：公司产品单吨平均价格呈上升趋势



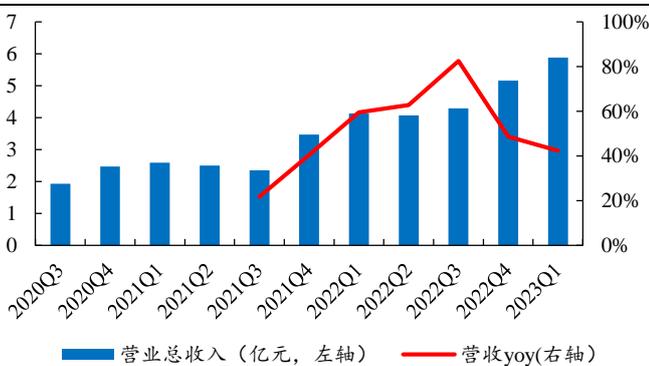
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图57：化妆品活性成分及其原料单吨平均价格涨幅大于合成香料



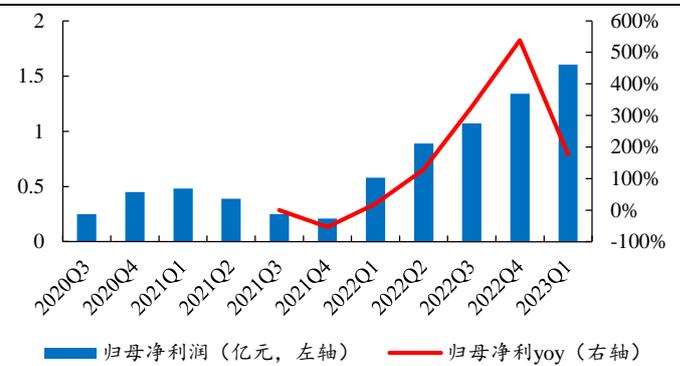
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：2021Q4 以来公司营收逐季高速增长



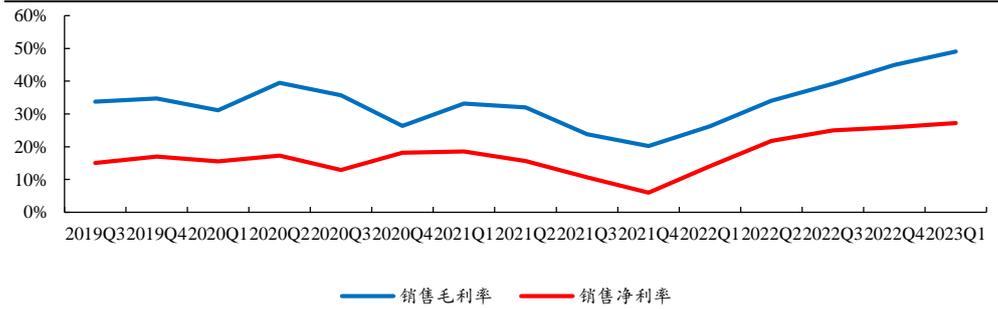
数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2022 年以来公司归母净利润持续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

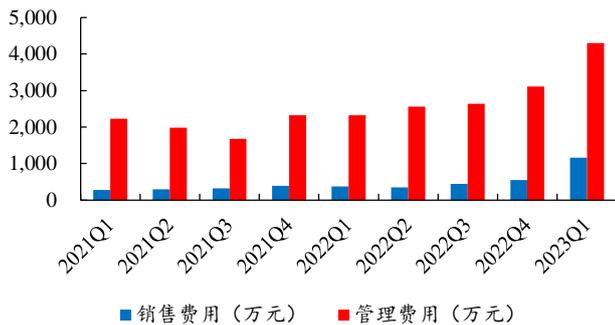
图60：2022年以来公司毛利率水平持续好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

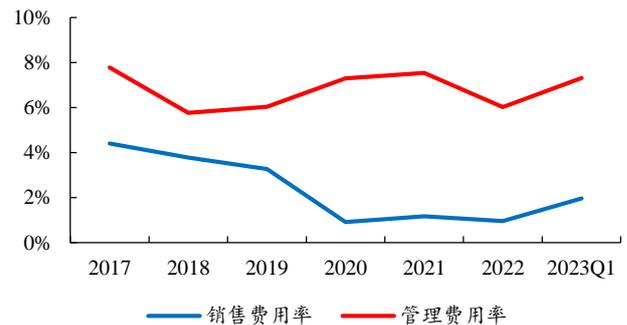
销售、管理费用稳步增长助力客户拓展，新品检测认证提效助力打开合作空间。公司当前处于新产能、新品类放量关键期，持续加大销售费用、管理费用投放有助于与大客户拓展进一步合作空间，重点推进与环亚、阿道夫等国内头部洗护用品品牌商的业务合作。2023Q1 公司销售费用和管理费用分别为 1158.37 万元/4299.45 万元，yoy+213.2%/+84.7%。销售费用率和管理费用率分别为 2%和 7.3%，同比 2022 年分别+1pct/+1.3pct。

图61：2023Q1 销售、管理费用增长较多（万元）



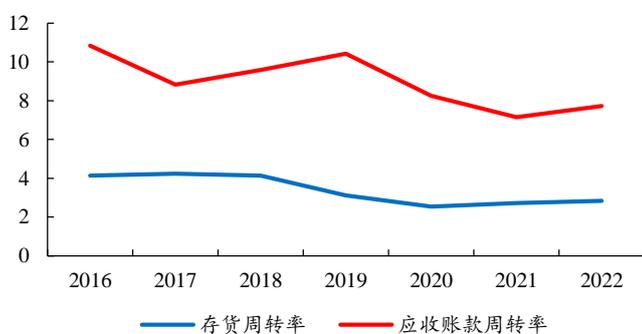
数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：2023Q1 公司销售、管理费用率上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：公司存货周转率和应收账款周转率控制良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：公司现金流充沛



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、核心假设

产能假设：

化妆品活性成分及其原料：(1) 防晒剂产能投放：预计 2023-2025 年阿伏苯宗 (AVB) 将新增 400/500/0 吨产能，(2) 2023-2025 年辛基三嗪酮 (EHT) 按照 60%/80%/85%的投产节奏投产，PA 按照 25%/40%/60%的投产节奏投产，P-S 按照 40%/60%/80%的投产节奏投产，二氧化钛按照 10%/25%/45%的投产速度投产。(2) **其它化妆品及个护原料品类产能投放：** 预计 2023-2025 年去屑剂 PO 按照 15%/30%/60%的速度投产、氨基酸表活、卡波姆将按照 40%/60%/80%投产节奏投产。**合成香料：** 预计 2023-2024 年水杨酸产能将分别增加 1200/1000 吨。

价格预测： 预计 2023-2024 年原油价格将略有下滑，2025 年将换公司原材料成本与原油价格具有相关性，预计将适当调低产品价格，假设 2023 公司产品均价下调 3%，2024 年产品均价下调 10%，2025 年产品均价上调 5%。

营收预测： 综上，预计 2023-2025 年公司营收分别为 23.99/31.47/42.27 亿元，yoy+35.9%/+31.2%/+34.3%。其中化妆品活性成分及其原料营收分别为 20.4/27.9/38.5 亿元，yoy+41.8%/+36.6%/+38.1%，合成香料营收分别为 3.22/3.25/3.41 亿元，yoy+11.5%/+0.9%/+5%。

毛利率： 随着公司募投项目持续推进，产能利用率逐渐提升，高单价高利润单品占比逐步提升，同时原材料与海运成本价格逐步稳定且公司具备提价转嫁成本能力，预计 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 40.9%/41.7%/42.5%，其中化妆品活性成分及其原料毛利率分别为 43.7%/43.7%/44.1%，合成香料毛利率分别为 24.8%/25.8%/25.5%。

表18：科思股份营收拆分

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (万元) | 110035.58 | 100846.94 | 109041.67 | 176481.66 | 239897.21 | 314657.49 | 422730.36 |
| yoy | | -8.4% | 8.1% | 61.8% | 35.9% | 31.2% | 34.3% |
| 毛利率 | 30.8% | 33.0% | 26.8% | 36.7% | 40.9% | 41.7% | 42.5% |
| 化妆品活性成分及其原料收入 (万元) | 80852 | 65165 | 73093 | 144096 | 204283 | 279104.7 | 385399.9 |
| yoy | | -19.4% | 12.2% | 97.1% | 41.8% | 36.6% | 38.1% |
| 销量 (吨) | 13,799 | 10,107 | 11,233 | 16,615 | 19,815 | 27,415 | 34,115 |
| 年均价格 (万元/吨) | 5.86 | 6.45 | 6.51 | 8.67 | 10.31 | 10.18 | 11.30 |
| 毛利率 | 32.0% | 35.4% | 28.5% | 40.1% | 43.7% | 43.7% | 44.1% |
| 合成香料收入 (万元) | 24246.26 | 31700.16 | 32279.34 | 28875.67 | 32209.4 | 32488.5 | 34112.9 |
| yoy | | 30.7% | 1.8% | -10.5% | 11.5% | 0.9% | 5.0% |
| 销量 (吨) | 4288 | 5594 | 6467 | 5881 | 7081 | 8081 | 8081 |
| 年均价格 (万元/吨) | 5.65 | 5.67 | 4.99 | 4.91 | 4.55 | 4.02 | 4.22 |
| 毛利率 | 29.9% | 31.2% | 27.3% | 23.2% | 24.8% | 25.8% | 25.5% |
| 其它销售收入 (万元) | 4937 | 3982 | 3669 | 3510 | 3405 | 3064 | 3218 |
| yoy | | -19% | -8% | -4% | -3% | -10% | 5% |

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 20.3% | 31.2% | 27.3% | 26.3% | 26.3% | 26.3% | 26.3% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、盈利预测与投资建议

公司传统主营业务包括防晒剂和合成香料，近年来向去屑剂、增稠剂、表面活性物等个护原料领域进军。在防晒剂领域，公司在全球市占率超过 20%，近年来防晒剂品类消费升级趋势显著，公司积极研发生产新型防晒剂拓宽产品矩阵，增加产品附加值，如同时防护 UVA 和 UVB 的 P-S、EHT，物理防晒剂二氧化钛等，契合防晒剂主流演变趋势，具备高单价、高利润特点。同时，公司多领域开发工艺，横向拓展业务单元，可转债募投项目去屑剂 PO、氨基酸表活、增稠剂卡波姆等投产在即，产能放量将显著提升公司盈利能力，公司成长性十足。我们选取了**天赐材料**、**赞宇科技**两家涉足个护原料的企业作为可比公司。

公司作为化妆品行业上游优质供应商，具备研发生产能力，产品广泛运用于化妆品中。因此，我们选取了**贝泰妮**、**珀莱雅**、**爱美客**作为可比公司。此外，公司以技术创新为基础，关注合成生物学等生物工程技术，我们选取了**华恒生物**作为可比公司。

国际化妆品原料企业中，德之馨、帝斯曼、味之素等专注于活性成分等细分赛道的公司估值处于较高水平，Bloomberg 预计当前股价对应 2023 年 PE 分别达 30.1/38.1/35.2 倍。

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营收 23.99/31.47/42.27 亿元，yoy+35.9%/+31.2%/+34.3%。实现归母净利润 6/8/10.7 亿元，yoy+54.6%/+33.1%/+34.3%，对应 EPS 分别为 3.54/4.72/6.34 元，当前股价对应 PE 为 22.7/17/12.7 倍，以同为美妆个护可比公司估值水平作为参考，低于 A 股可比公司平均估值 29.2/21.4/16.5 倍，也低于海外可比公司平均估值 29.3/27.1/22 倍。考虑公司作为防晒剂龙头行业地位显著，进军个护领域业绩和成长新弹性较高，**首次覆盖**，给予“**买入**”评级。

表19：可比公司估值：科思股份估值低于可比公司平均水平

| 代码 | 公司名称 | 2023年6月7日 | | | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|--|
| | | 收盘价 | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 002637.SZ | 赞宇科技 | 9.89 | 0.94 | 1.30 | 1.47 | 10.53 | 7.61 | 6.73 | | |
| 002709.SZ | 天赐材料 | 40.36 | 2.41 | 3.20 | 3.99 | 16.75 | 12.61 | 10.12 | | |
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 88.50 | 3.21 | 4.13 | 5.39 | 27.59 | 21.43 | 16.43 | | |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 117.35 | 3.74 | 4.79 | 6.13 | 31.39 | 24.49 | 19.14 | | |
| 300896.SZ | 爱美客 | 435.13 | 8.83 | 12.52 | 16.81 | 49.30 | 34.77 | 25.88 | | |
| 688639.SH | 华恒生物 | 112.02 | 2.82 | 4.05 | 5.42 | 39.74 | 27.65 | 20.65 | | |
| | 平均值 | | | | | 29.22 | 21.43 | 16.49 | | |
| 300856.SZ | 科思股份 | 80.43 | 3.54 | 4.72 | 6.34 | 22.72 | 17.04 | 12.69 | | |

数据来源：Wind、开源证券研究所（除贝泰妮、珀莱雅、爱美客、科思股份外，均使用 Wind 一致预期）

表20：科思股份估值低于德之馨、帝斯曼等日用化学品龙头企业

| 代码 | 公司名称 | 2023年6月7日 | EPS | PE |
|----|------|-----------|-----|----|
|----|------|-----------|-----|----|

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| | | 收盘价 | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| ASH.N | 亚仕兰 | 88.38 | 5.92 | 6.35 | 7.32 | 14.92 | 13.91 | 12.07 |
| 2802.T | 味之素 | 5719 | 164.81 | 184.64 | 206.05 | 34.70 | 30.97 | 27.76 |
| SYIEF | 德之馨 | 97.24 | 3.29 | 3.80 | 4.17 | 29.55 | 25.61 | 23.31 |
| DSM.AS | 帝斯曼 | 114.05 | 3.00 | 3.00 | 4.63 | 38.05 | 38.05 | 24.65 |
| | 平均值 | | | | | 29.31 | 27.14 | 21.95 |
| 300856.SZ | 科思股份 | 80.43 | 3.54 | 4.72 | 6.34 | 22.72 | 17.04 | 12.69 |

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（亚仕兰收盘价单位是美元，巴斯夫、帝斯曼、德之馨收盘价单位是欧元，味之素收盘价单位是日元；除科思股份外，均使用 Bloomberg 一致预期）

7、风险提示

产品价格波动风险；产能释放进度不及预期；新品销售不及预期；行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1075 | 1331 | 1937 | 2471 | 3083 |
| 现金 | 212 | 544 | 740 | 970 | 1303 |
| 应收票据及应收账款 | 166 | 291 | 331 | 505 | 600 |
| 其他应收款 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 预付账款 | 4 | 5 | 7 | 9 | 12 |
| 存货 | 336 | 454 | 548 | 748 | 971 |
| 其他流动资产 | 356 | 36 | 310 | 237 | 194 |
| 非流动资产 | 761 | 939 | 1178 | 1441 | 1855 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 605 | 672 | 904 | 1158 | 1546 |
| 无形资产 | 46 | 90 | 99 | 107 | 117 |
| 其他非流动资产 | 110 | 177 | 175 | 177 | 193 |
| 资产总计 | 1836 | 2271 | 3115 | 3913 | 4939 |
| 流动负债 | 225 | 284 | 697 | 757 | 787 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 245 | 347 | 136 |
| 应付票据及应付账款 | 176 | 192 | 361 | 320 | 560 |
| 其他流动负债 | 49 | 92 | 91 | 90 | 91 |
| 非流动负债 | 21 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 21 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 负债合计 | 246 | 325 | 738 | 799 | 829 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 113 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| 资本公积 | 880 | 823 | 823 | 823 | 823 |
| 留存收益 | 595 | 949 | 1430 | 2030 | 2798 |
| 归属母公司股东权益 | 1590 | 1945 | 2376 | 3114 | 4110 |
| 负债和股东权益 | 1836 | 2271 | 3115 | 3913 | 4939 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 152 | 287 | 706 | 491 | 1135 |
| 净利润 | 133 | 388 | 600 | 799 | 1073 |
| 折旧摊销 | 74 | 94 | 89 | 123 | 161 |
| 财务费用 | 9 | -26 | -11 | -5 | -9 |
| 投资损失 | -16 | -5 | -7 | -8 | -9 |
| 营运资金变动 | -51 | -194 | 27 | -424 | -96 |
| 其他经营现金流 | 3 | 32 | 7 | 5 | 15 |
| 投资活动现金流 | -39 | 75 | -595 | -306 | -523 |
| 资本支出 | 210 | 262 | 328 | 387 | 575 |
| 长期投资 | 151 | 330 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 20 | 6 | -267 | 81 | 52 |
| 筹资活动现金流 | -19 | -39 | -161 | -57 | -68 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 245 | 102 | -211 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | -56 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -19 | -39 | -406 | -159 | 144 |
| 现金净增加额 | 91 | 332 | -49 | 128 | 545 |

| 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1090 | 1765 | 2399 | 3147 | 4227 |
| 营业成本 | 799 | 1118 | 1417 | 1834 | 2432 |
| 营业税金及附加 | 9 | 13 | 18 | 23 | 32 |
| 营业费用 | 13 | 17 | 24 | 32 | 49 |
| 管理费用 | 82 | 106 | 149 | 195 | 271 |
| 研发费用 | 45 | 80 | 101 | 134 | 190 |
| 财务费用 | 9 | -26 | -11 | -5 | -9 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 9 | 8 | 6 | 7 | 7 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 投资净收益 | 16 | 5 | 7 | 8 | 9 |
| 资产处置收益 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | 157 | 464 | 706 | 942 | 1263 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 155 | 461 | 704 | 939 | 1261 |
| 所得税 | 22 | 73 | 103 | 140 | 188 |
| 净利润 | 133 | 388 | 600 | 799 | 1073 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 133 | 388 | 600 | 799 | 1073 |
| EBITDA | 222 | 539 | 781 | 1055 | 1403 |
| EPS(元) | 0.78 | 2.29 | 3.54 | 4.72 | 6.34 |

| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 8.1 | 61.8 | 35.9 | 31.2 | 34.3 |
| 营业利润(%) | -19.6 | 195.5 | 52.3 | 33.3 | 34.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | -18.7 | 192.1 | 54.6 | 33.1 | 34.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 26.8 | 36.7 | 40.9 | 41.7 | 42.5 |
| 净利率(%) | 12.2 | 22.0 | 25.0 | 25.4 | 25.4 |
| ROE(%) | 8.4 | 20.0 | 25.3 | 25.7 | 26.1 |
| ROIC(%) | 7.9 | 19.1 | 22.4 | 22.8 | 24.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 13.4 | 14.3 | 23.7 | 20.4 | 16.8 |
| 净负债比率(%) | -12.5 | -27.4 | -20.4 | -19.7 | -28.2 |
| 流动比率 | 4.8 | 4.7 | 2.8 | 3.3 | 3.9 |
| 速动比率 | 3.2 | 2.9 | 1.9 | 2.2 | 2.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 7.1 | 7.7 | 7.7 | 7.5 | 7.6 |
| 应付账款周转率 | 5.0 | 6.1 | 5.1 | 5.4 | 5.5 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.78 | 2.29 | 3.54 | 4.72 | 6.34 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.90 | 1.70 | 4.17 | 2.90 | 6.71 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.39 | 11.49 | 14.03 | 18.39 | 24.27 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 102.5 | 35.1 | 22.7 | 17.0 | 12.7 |
| P/B | 8.6 | 7.0 | 5.7 | 4.4 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 58.8 | 24.3 | 16.5 | 12.1 | 8.8 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn