



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 业绩超预期，期待高端护理品业务放量

### 买入（维持）

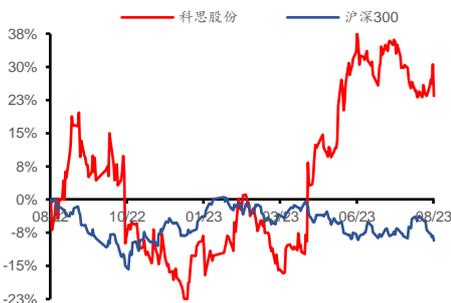
行业：美容护理  
日期：2023年08月18日

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）	73.15
12mth A 股价格区间（元）	46.19-81.60
总股本（百万股）	169.32
无限售 A 股/总股本	95.79%
流通市值（亿元）	118.65

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《全球防晒剂龙头，多要素注入新动能》

——2023 年 05 月 18 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

8月17日，公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入11.90亿元，同增45.09%；归母净利润3.51亿元，同增138.69%；扣非后归母净利润3.44亿元，同增145.60%。其中，23Q2实现营业收入6.02亿元，同增47.89%；归母净利润1.90亿元，同增114.23%；扣非后归母净利润1.87亿元，同增113.91%。

##### 分析与判断

**2023H1业绩高增长，盈利水平稳步提升。**随着公司行业地位稳步提升及防晒需求继续增长，叠加募投项目产品进一步放量、产品提价措施的实施，2023H1及Q2业绩超预期增长，量价双升。**利润端**，2023H1销售毛利率/净利率分别49.36%/29.45%，同比+19.24pcts/+11.55pcts，产能利用率提升以及新产品产能逐步释放，拉动公司整体盈利水平的提升。**费用端**，2023H1销售/管理/研发费用率分别为1.63%/7.51%/5.06%，同比+0.76pcts/+1.55pcts/+0.82pcts。公司持续加大新品市场推广力度，推动化妆品活性成分及其原料销量的稳步提升，从而拉动整体毛利率提升。

**分产品看**，2023H1化妆品活性成分及其原料实现营收10.45亿元，同增60.33%，毛利率53.35%（+21.12pcts）；合成香料业务实现营收1.37亿元，同降6.82%，毛利率21.88%（-3.27pcts）。

**募投项目稳步推进，研发投入持续加码。**安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建设快速推进中，首批12800吨/年氨基酸表面活性剂项目和3000吨/年新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐项目已进入收尾阶段。另外，公司持续加码研发创新，2023H1研发费用率为5.06%达到近几年内最高水平。公司已形成从实验室到工业化生产的研发和转化体系，通过围绕现有核心技术，以市场为导向，持续推进新产品、新工艺的开发，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。2022年新增专利申请20项，获得专利授权31项，其中发明专利12项。

**深度绑定核心客户，重启海外布展。**公司下游客户涵盖全球知名品牌化妆品生产企业和香精香料公司。公司与大客户帝斯曼约定2020-2023年独家采购和供应条款，与国际巨头合作有望为拓展新客户专业背书。2023H1公司积极响应客户需求，与客户保持长期稳定的合作关系；通过重启海外布展，扩大品牌影响力，持续加大市场开拓力度。

#### ■ 投资建议

公司深耕原料赛道，防晒剂+合成香料双轮驱动。积极开展对外投资项目，进军高端个护领域，与下游国际巨头深度绑定，在产品品类、技术、质量等方面形成多维领先优势，综合竞争力强。公司量价齐升驱动业绩超预期增长；中长期公司产能扩张叠加品类拓展业绩有望实现可持续高增。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 6.52、8.87、11.56 亿元，同比分别+67.9%、+36.1%、+30.4%。对应 EPS 分别为 3.85、5.24、6.83 元/股，对应 PE 分别为 19、14、11 倍。给予“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	652	887	1156
年增长率	192.1%	67.9%	36.1%	30.4%
每股收益（元）	2.29	3.85	5.24	6.83
市盈率（X）	31.91	19.01	13.97	10.71
市净率（X）	6.37	4.83	3.59	2.69

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 08 月 18 日收盘价）

**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	975	1579	2454
应收票据及应收账款	291	371	498	634
存货	454	541	698	860
其他流动资产	42	44	46	48
流动资产合计	1331	1930	2821	3996
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	143	144	144
非流动资产合计	939	1051	1126	1191
<b>资产总计</b>	<b>2271</b>	<b>2981</b>	<b>3946</b>	<b>5187</b>
短期借款	0	-41	-62	-86
应付票据及应付账款	192	261	328	401
合同负债	5	10	13	16
其他流动负债	87	92	121	154
流动负债合计	284	322	400	485
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	41	93	93	93
非流动负债合计	41	93	93	93
<b>负债合计</b>	<b>325</b>	<b>415</b>	<b>494</b>	<b>578</b>
股本	169	169	169	169
资本公积	823	828	828	828
留存收益	949	1434	2321	3477
归属母公司股东权益	1945	2566	3453	4609
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1945</b>	<b>2566</b>	<b>3453</b>	<b>4609</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2271</b>	<b>2981</b>	<b>3946</b>	<b>5187</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>287</b>	<b>659</b>	<b>786</b>	<b>1057</b>
净利润	388	652	887	1156
折旧摊销	96	96	107	117
营运资金变动	-194	-89	-187	-192
其他	-2	1	-21	-25
<b>投资活动现金流量</b>	<b>75</b>	<b>-173</b>	<b>-161</b>	<b>-158</b>
资本支出	-261	-179	-182	-183
投资变动	330	0	0	0
其他	6	6	21	25
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-39</b>	<b>-58</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>
债权融资	0	-41	-21	-24
股权融资	0	4	0	0
其他	-39	-20	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>332</b>	<b>430</b>	<b>605</b>	<b>875</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1765</b>	<b>2372</b>	<b>3142</b>	<b>3991</b>
营业成本	1118	1335	1710	2114
营业税金及附加	13	17	22	28
销售费用	17	26	44	64
管理费用	106	145	196	257
研发费用	80	111	157	203
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
<b>营业利润</b>	<b>464</b>	<b>768</b>	<b>1046</b>	<b>1365</b>
营业外收支净额	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>461</b>	<b>768</b>	<b>1046</b>	<b>1365</b>
所得税	73	117	159	209
净利润	388	652	887	1156
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>388</b>	<b>652</b>	<b>887</b>	<b>1156</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	36.7%	43.7%	45.6%	47.0%
净利率	22.0%	27.5%	28.2%	29.0%
净资产收益率	20.0%	25.4%	25.7%	25.1%
资产回报率	17.1%	21.9%	22.5%	22.3%
投资回报率	18.6%	25.8%	26.1%	25.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	61.8%	34.4%	32.5%	27.0%
EBIT 增长率	187.2%	77.9%	36.2%	30.5%
归母净利润增长率	192.1%	67.9%	36.1%	30.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.29	3.85	5.24	6.83
每股净资产	11.49	15.15	20.39	27.22
每股经营现金流	1.70	3.89	4.64	6.24
每股股利	1	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.86	0.90	0.91	0.87
应收账款周转率	7.72	7.16	7.23	7.05
存货周转率	2.83	2.68	2.76	2.71
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	14.3%	13.9%	12.5%	11.1%
流动比率	4.69	6.00	7.05	8.24
速动比率	2.95	4.19	5.19	6.37
<b>估值指标</b>				
P/E	31.91	19.01	13.97	10.71
P/B	6.37	4.83	3.59	2.69
EV/EBITDA	15.71	13.16	9.32	6.64

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

<b>股票投资评级：</b>	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
<b>行业投资评级：</b>	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