

科思股份(300856)

深度报告

公司研究—化学制品行业—

证券研究报告

# 全球防晒剂隐性龙头，短中长期三大驱动

## ——科思股份首次覆盖报告

✍ 分析师：马莉执业证书编号：S1230520070002  
☎ 联系人：王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊  
✉ 邮件：mali@stocke.com.cn

### 评级

### 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥57.91

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2021	0.22
2Q/2021	0.34
1Q/2021	0.42
4Q/2020	0.40

### 报告导读

短期业绩修复+中期产能释放+长期品类扩张，三大驱动利好全球防晒剂隐形龙头。

### 投资要点

#### 深耕行业二十年，产品进入国际主流市场体系。

科思股份成立于2000年，2020年于创业板上市，逐步成长为全球最主要的化学防晒剂制造商之一。合成香料产品在国际市场上也具有较强的竞争力。公司2015-2019年收入/归母净利润CAGR达24%/64%，21Q1-Q3营收/归母净利分别为7.4/1.1亿元，同比-2%/-6%，销售毛利率/净利率为29.8%/15.0%。收入拆分来看，21H1化妆品活性成分及其原料/合成香料业务收入占比分别为63.6%/32.7%；境外/境内收入占比分别为83%/17%。

#### 防晒：防晒意识崛起催动需求高增，全球化学防晒剂龙头深度绑定国际客户稳固基本盘。

行业：防晒需求日益偏刚性，全球市场规模达120亿美元，带动上游防晒剂需求增长。据Euromonitor，1)终端：2019年全球/中国防晒化妆品市场规模为120/21亿美元，2015-2019年全球/中国CAGR为3%/9%。2)上游：全球/中国防晒剂消耗量约5.4/1.2万吨，2015-2020年CAGR约8%/15%，预计未来5年保持4%/7%的复合增速。

公司：市占率约30%的全球防晒剂稀缺龙头，绑定国际客户基本盘稳定。防晒剂在欧美面临相对严格监管，而公司凭借1)专业的管理体系、齐全的资质（美国FDA审核和欧盟化妆品原料规范认证）、稳定的供应和高质量产品；2)丰富的防晒剂产品矩阵（基本覆盖主流化学防晒剂），切入国际供应链，并深度合作绑定帝斯曼等国际龙头，拥有稳固基本盘。17-19年公司产品全球市占率（以销量计）从21%提升至28%。

#### 合成香料：空间广阔壁垒深厚，公司多年深耕，稳健增长。

行业：终端应用广泛，中游市场集中度较高。据IALConsultants，2020年全球香料香精市场终端规模达302亿美元，过去5年全球/亚太市场CAGR分别为5%/7%。香料对安全性及香气的稳定性要求较高，壁垒深厚，行业CR4约50%。

公司：合成香料起家，多款产品具备高市场竞争力。全球香精香料市场市占率第一的奇华顿与第四的德之馨均为公司合作客户。

#### 短、中、长期三大驱动，向上弹性可观。

1)短期：已进入涨价通道，业绩将迎修复。21Q1-Q3受疫情反复影响防晒需求，超预期原材料成本、海运费上涨影响，公司业绩处于低点。目前公司已进入新一轮涨价通道，新签订单价格提升，预计从21Q4至22Q1-Q2，公司业绩有望快速实现修复。

2)中期：22-23年募投项目产能有望充分释放，助力收入及利润高增。截至2020年，公司产能合计33600吨/年，其中防晒剂原料23800吨/年，合成香料产能9800吨/年。两大业务产能利用率均超80%，订单饱满。而公司募投马鞍山项目一期工程产能将主要在22-23年释放，其中新增年产能阿伏苯宗2000吨（2020投产）、辛基三嗪酮1000吨（21Q2投产）、水杨酸相关产品6000吨（21Q3投产）、新型防晒剂二乙氨基羟苯甲

报告撰写人：马莉

联系人：王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

酰基苯甲酸己酯 500 吨（预计于 22H2 投产）。其中辛基三嗪酮与二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯售价较高，或将成为业绩主要驱动力。

### 3) 长期：新增美白、保湿等原料布局，再拓公司成长天花板。

在化学防晒剂及合成香料的基础上，公司提前储备美白、抗氧化、高端防晒等活性成分，于 2021 年分别在安庆和南京投资建设高端个人护理品产业基地，再拓中远期成长天花板。其中安庆项目年产能达 9.5 万吨，预计达产后年产值约 43 亿元。

#### □ 盈利预测及估值：

综上，公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，凭借完整工艺流程线和严格的质量管理，深度绑定国际大客户，持续受益于防晒品行业高景气红利。短期有望快速实现业绩恢复，中期叠加产能释放利好，长期横向产品矩阵扩张赋能，预计 22-23 年收入及利润均将实现高速增长。

预计 2021/22/23 年公司收入分别为 10.9/15.3/19.0 亿元，同比增长 7.7%/40.9%/23.8%；归母净利润分别为 1.6/2.5/3.3 亿元，同比-1.6%/55.8%/30.1%，当前市值对应 PE 为 41/26/20X，较同业存在一定提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

#### □ 风险提示：

客户集中度较高的风险，原材料价格波动的风险，项目投产不及预期的风险，政策变化、国际市场风险，疫情加剧、疫情反复的风险，生产安全风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1008	1086	1531	1896
(+/-)	-8.4%	7.7%	40.9%	23.8%
归母净利润	163	161	251	326
(+/-)	6.3%	-1.6%	55.8%	30.1%
每股收益(元)	1.45	1.43	2.22	2.89
P/E	41	41	26	20

## 正文目录

<b>1.科思股份：日化生产行业龙头，技术资质积淀深厚</b>	<b>6</b>
1.1.深耕行业二十年，防晒剂领域稀缺标的	6
1.2.股权结构赋能业务，公司高管经验丰富	8
1.3.体系规范资质齐全，重注海外直销为主	9
<b>2.行业：防晒下游需求高增长，香料市场转移进行时</b>	<b>10</b>
2.1.防晒剂：少数企业主导，下游需求高增	11
2.1.1.化妆品行业红利来袭，活性成分重要性凸显	11
2.1.2.防晒需求偏刚性，全波段防晒重视度提升	12
2.1.3.市场：终端市场空间广阔，上游科思股份国产之光	13
2.2.香料香精市场：寡头格局+产业转移，千亿级市场红利待释放	15
2.2.1.终端市场：应用广阔，规模持续扩张	15
2.2.2.上游市场：生产端向发展中国家转移，亚洲增速领先	16
2.2.3.上游壁垒：技术壁垒较高，寡头格局明显	17
<b>3.核心优势：资质齐全品类丰富，深度合作国际龙头</b>	<b>18</b>
3.1.资质技术出色，奠定发展之基	18
3.2.品类覆盖丰富，铸就获客之匙	19
3.3.深度绑定国际客户，强者恒强	20
<b>4.未来看点：募投项目扩张产能，新品布局再拓版图</b>	<b>22</b>
4.1.产能扩张，承接需求高景气	22
4.2.品类拓展，布局长期新增长	23
<b>5.财务分析：成长性显著，盈利能力稳步提升</b>	<b>24</b>
<b>6.盈利预测与估值</b>	<b>26</b>
6.1 盈利预测分析	26
6.2 估值分析	27
6.3 投资建议	28
<b>7.风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 科思股份处于产业链中游.....	7
图 2: 2017-2021 年科思股份收入拆分.....	7
图 3: 科思股份 2019 年各原料收入占比.....	8
图 4: 科思股份股权结构.....	8
图 5: 科思股份以直销模式为主.....	10
图 6: 科思股份以海外销售为主.....	10
图 7: 公司防晒剂主要产品销售量 (单位: 吨).....	10
图 8: 公司合成香料主要产品销售量 (单位: 吨).....	10
图 9: 公司防晒剂主要产品销售价格 (单位: 元/千克).....	10
图 10: 公司合成香料主要产品销售价格 (单位: 元/千克).....	10
图 11: 2019 年中美日韩人均美妆消费 (单位: 美元).....	11
图 12: 2011-2020 年国内美妆及个护市场构成.....	11
图 13: 化妆品主要成分构成.....	11
图 14: 化妆品常见活性成分.....	11
图 15: 2019 年中韩美防晒品占护肤品市场份额比重.....	12
图 16: 抖音消费者 2020 年美妆消费增加消费金额/频次的比例.....	12
图 17: 防晒剂发展趋势.....	12
图 18: 具有防晒功能的唇膏、眼霜、面霜产品.....	13
图 19: 25% 的客户购买面部保湿及抗衰产品时寻求防晒功能.....	13
图 20: 15-19 年防晒化妆品市场规模及增速 (亿美元, %).....	14
图 21: 防晒剂市场规模及预期 (万吨).....	14
图 22: 全球防晒剂市场规模 (按终端产品划分, 万吨).....	14
图 23: 公司防晒剂销量占全球消耗量份额.....	15
图 24: 公司布局的防晒剂品类在明星产品中多有应用.....	15
图 25: 香料一图看.....	15
图 26: 香精一图看.....	15
图 27: 日化香精细分终端市场规模占比.....	16
图 28: 食用香精细分终端市场规模占比.....	16
图 29: 全球香料香精市场规模 (终端).....	16
图 30: 中国香料香精行业细分产量.....	17
图 31: 6 种致敏物质含量高的香水.....	17
图 32: 2017 年全球香料香精企业市场份额占比.....	18
图 33: 科思股份合成香料业务毛利率.....	18
图 34: 科思股份技术人员占比逐步提升.....	19
图 35: 科思股份员工学历结构逐步优化.....	19
图 36: 帝斯曼采购的各品类产品呈上升趋势 (单位: 吨).....	22
图 37: P-S、P-M 年度销售额.....	22
图 38: 公司主要业务产能利用率.....	22
图 39: 阿伏苯宗产能利用率与产销率.....	22
图 40: 防晒高客单价产品消费者关注度提升.....	23
图 41: 新型防晒剂单价较高 (元/公斤).....	23

图 42: $\alpha$ -熊果苷美白效果较好、性质较稳定	24
图 43: 覆盆子酮葡糖苷可以有效抑制黑色素形成	24
图 44: 科思股份收入及增速	25
图 45: 科思股份归母净利润及增速	25
图 46: 科思股份毛利率和净利率	25
图 47: 科思股份销售、管理和研发费用收入占比	25
图 48: 销售管理研发费用率同业对比	25
图 49: 毛利率同业比较	26
图 50: 净利率同业比较	26
表 1: 科思股份发展大事记	6
表 2: 科思股份高管及核心技术团队履历	9
表 3: UVB 和 UVA、物理防晒和化学防晒的对比	13
表 4: 龙头香精香料公司加码中国产能布局	17
表 5: 科思股份布局多款化学防晒剂和中间体产品	19
表 6: 科思股份布局多款应用广泛的香精香料	20
表 7: 科思股份与国际大客户建立长期合作关系	20
表 8: 科思股份历年前五大客户情况	21
表 9: 科思股份募投项目新增产能	23
表 10: 科思股份驱动因素拆分(单位:百万元)	27
表 11: 可比公司盈利预测及估值(亿元)	27
表附录: 三大报表预测值	29

## 1.科思股份：日化生产行业龙头，技术资质积淀深厚

### 1.1.深耕行业二十年，防晒剂领域稀缺标的

**日化生产龙头企业，深耕行业二十年产品获国际认可。**公司于2000年4月在南京成立，主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品主要包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。化妆品活性成分方面，公司已通过美国FDA审核和欧盟化妆品原料规范认证，并凭借丰富产品矩阵和严格的品质管理，逐步成长为全球最主要的化学防晒剂制造商之一。据Euromonitor，截至2019年公司以销量计防晒剂全球市场占有率超28%。合成香料方面，公司是铃兰醛、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。

截至2020年公司已有化妆品活性成分及其原料产能23800吨/年，合成香料产能9800吨/年。公司于2020年7月登陆创业板，募投资金用于建设马鞍山生产基地进行产能扩张，建设研发中心进行技术储备；21年新设安庆、南京江宁项目为未来进军美白、抗氧化等领域奠定基础。

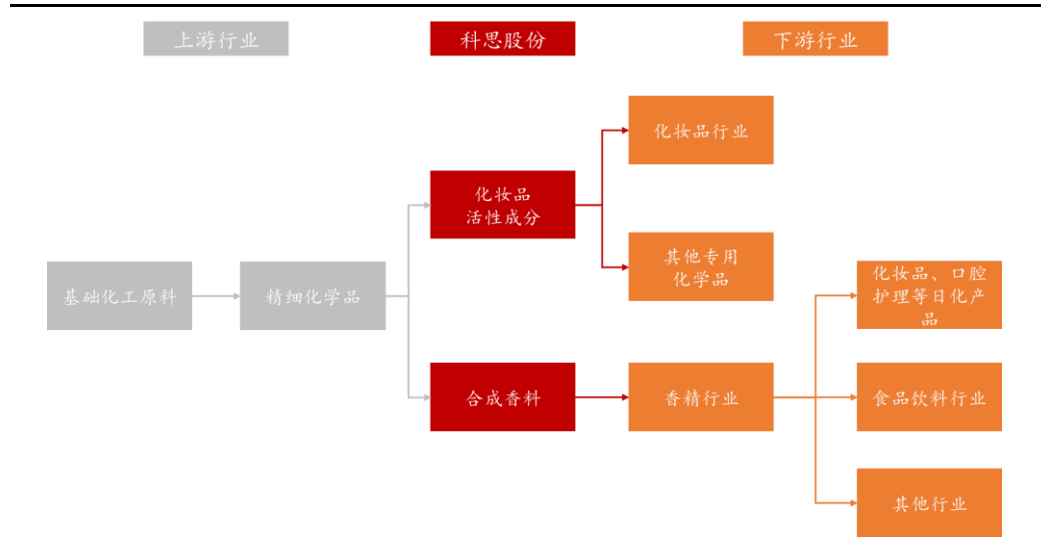
表1：科思股份发展大事记

时间	事件
2000年	<b>大事：</b> 南京科思化学有限公司成立
2003年	<b>产能：</b> 南京生产基地建成投产 <b>客户：</b> 与奇华顿（全球日用及食用香精领域领军企业）开始合作
2006年	<b>产能：</b> 宿迁杰科化学建成投产 <b>客户：</b> 与德之馨（世界第四大日化香精、食用香精、香原料和化妆品原料生产商）开始合作
2008年	<b>产能：</b> 宿迁科思化学建成投产
2009年	<b>产能：</b> 第一个GMP车间在宿迁科思化学建成
2010年	<b>资质：</b> 宿迁科思化学通过国家高新技术企业认证
2012年	<b>产能：</b> 安徽圣诺贝建成投产
2013年	<b>资质：</b> 安徽圣诺贝通过GMP体系认证，即在生产设备、生产过程、质量管理和检测系统多领域达到国际标准
2015年	<b>资质：</b> 安徽圣诺贝通过国家高新技术企业认证、通过美国FDA审核 <b>客户：</b> 与荷兰皇家帝斯曼集团（国际性的营养保健品、化工原料和医药集团）开始合作
2016年	<b>大事：</b> 完成股改，变更为股份有限公司，在新三板成功挂牌 <b>客户：</b> 与拜尔斯道夫（德国护肤品巨头，旗下品牌包括妮维雅等）开始合作，
2017年	<b>产能：</b> 马鞍山科思化学成立
2020年	<b>大事：</b> 在创业板成功上市 <b>产能：</b> 拟投资30亿元在安庆建设高端个人护理品及合成香料项目；投资5亿元在南京建设高端个人护理品产业基地；子公司安庆科思成立
2021年	<b>设立基金：</b> 作为有限合伙人出资3000万参与设立川流新材料基金二期，基金总规模12亿元

资料来源：公司招股书，公司官网，浙商证券研究所

**防晒剂+合成香料两翼齐飞，产品进入国际主流市场体系。**公司位于产业链中游，其上游为基础化工品，下游为化妆品、日化品等周期性较弱的消费产品。公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，在合成香料生产领域也具备相当竞争力。相关产品已进入国际主流市场体系，防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等大型跨国化妆品公司和专用化学品公司；合成香料主要客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。

图 1：科思股份处于产业链中游

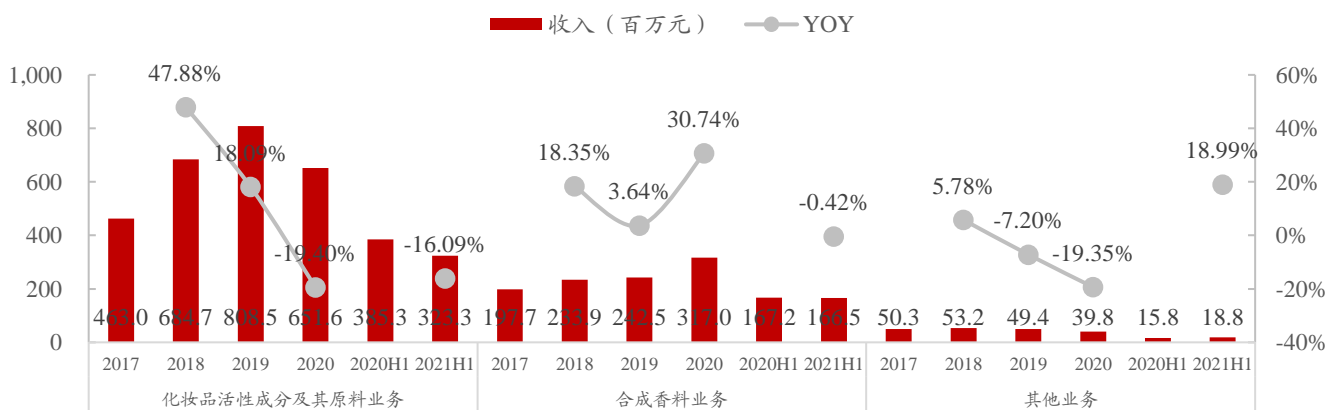


资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**化学防晒剂：**2020 年营收 6.52 亿元，收入占比达 64.6%。广泛应用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，是防晒化妆品的活性成分，主要产品包括阿伏苯宗（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）、辛基三嗪酮（EHT）等。公司的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，可为不同需求的下游客户提供其所需的产品。

**合成香料：**2020 年营收 3.17 亿元，收入占比达 31.4%。公司以合成香料业务起家，产品主要包括铃兰醛（LLY）、合成茴脑（AT）、2-萘乙酮（ $\beta$ -U80）、对甲氧基苯甲醛（PMOB）、对叔丁基苯甲醛（TBB）、对甲基苯乙酮（TAP）等，主要在配制成各类香精后应用于化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日化用品中。

图 2：2017-2021 年科思股份收入拆分



资料来源：公司招股说明书，wind，浙商证券研究所

图 3：科思股份 2019 年各原料收入占比

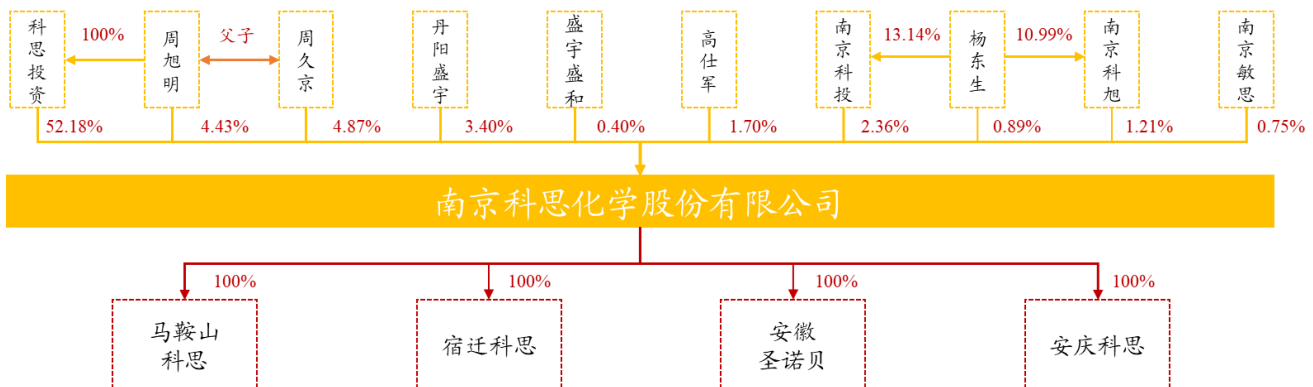
化妆品活性成分及其原料业务		合成香料业务	
阿伏苯宗	17%	铃兰醛	9%
对甲氧基肉桂酸异辛酯	14%	合成茴脑	6%
原膜散酯	13%	对甲氧基苯甲醛	4%
奥克立林	10%	其他香料产品	3%
水杨酸异辛酯	7%		
P-S	8%		
其他活性成分产品	5%		

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构赋能业务，公司高管经验丰富

**周氏父子为实控人，股权结构稳定灵活兼具。**公司董事长周旭明直接持股 4.43%，并通过其全资持股的南京科思投资间接持股 52.18%，其父周久京直接持股 4.87%，父子合计持股 61.48%。丹阳盛宇与盛宇盛和均为私募股权投资基金，分别持有股份 3.40%/0.40%，在保证公司控股权稳定的前提下，有利于进一步拓宽融资渠道、优化资本结构。此外公司还设有南京科投、南京科旭、南京敏思三个股权激励平台，分别持股 2.36%/1.21%/0.75%，覆盖骨干员工 13/36/19 人，有利于激发员工活力，赋能业务发展。

图 4：科思股份股权结构



资料来源：公司招股书、MedicalInsight、浙商证券研究所

**董事会与高管成员兼具专业背景与丰富经验。**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。其中董事长周旭明先生曾就职于江苏石油化工厅，数年的政府化工进出口管理经验有助于公司把握上游原材料周期波动与政策变化。董事长助理于鲁登先生在国际化工龙头企业任职 20 余年，曾担任公司重要合作伙伴帝斯曼的采购与供应链部门高管，熟悉国际龙头企业采购标准与供应链管理流程，对于公司夯实已有合作关系和开拓新客户均有重要意义。核心研发人员均有多年生化研究经验，其中研发中心副总监兼高级研发工程师刘启发先生曾获江苏省科技三等奖，专业积淀深厚。



**表 2：科思股份高管及核心技术团队履历**

高管	职务	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
杨东生	董事、副总裁	1967 年生，大专学历，园艺专业。历任公司监事、宿迁杰科监事、宿迁科思董事长、副总经理、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 月至今任公司董事；2012 年 11 月至今任公司副总经理、副总裁；2017 年 10 月至今任宿迁科思、宿迁杰科执行董事
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
夏露霞	董事、内审部总监	1976 年生，大专学历，电脑会计专业。历任公司出纳会计、会计主管、财务经理、财务总监、内审部总监；2012 年 7 月至今任公司董事
曹晓如	董事、董事会秘书	1983 年生，硕士学历，经济法学专业。历任鸿元控股集团有限公司法务助理、金煤控股集团有限公司法务专员、上海丹化化工技术开发有限公司审计法律部经理、丹化化工科技股份有限公司监事；2016 年 5 月起任公司董事会秘书，2018 年 2 月至今任公司董事
陶龙明	副总裁	1971 年生，本科学历，高分子材料专业。曾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
葛建军	产品发展部总监	1966 年生，本科学历，食品工程专业，高级工程师职称。历任安徽省淮南市第二制药厂氟哌酸分厂厂长、安徽金太阳生化药业有限公司副总经理、南京联侨生物科技有限公司生产厂长，2017 年 11 月起，历任公司总裁助理、产品发展部总监
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 月起任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奖等荣誉

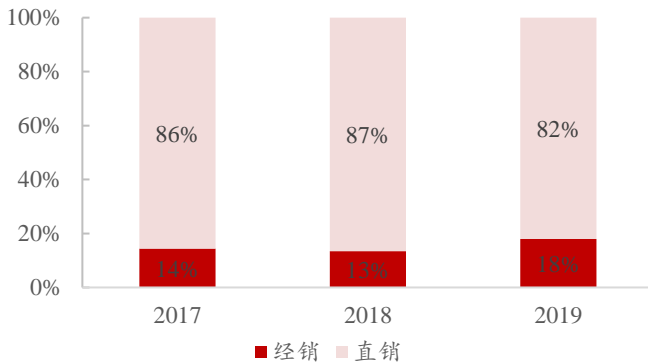
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3.体系规范资质齐全，重注海外直销为主

**生产体系规范，助益长期合作。**在与诸多大型跨国公司长期合作过程中，公司的生产和质量管理体系获得持续提升，并积累了丰富的经验。目前，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，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（SA8000:2014）以及欧盟化妆品原料规范（EFfCI）的认证。使得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。

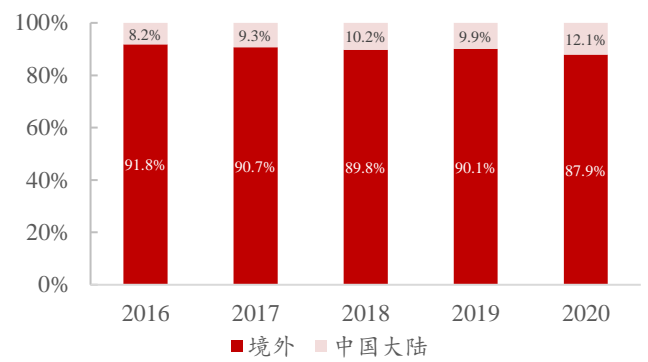
**海外直销为主，内销占比提升。**从销售区域来看，公司生产能力被海外巨头高度认可，境外销售为公司主要市场，近五年平均销售占比为 90.1%。近年来随着国内化妆品消费增长与防晒剂需求扩张，大陆销售占比有提升趋势，未来随着国内市场的进一步成熟，作为资质完善、技术先进的化工生产龙头，公司将有望承接国内市场高景气增长红利。销售模式来看，公司针对海外客户的主要销售模式系直接销售为主、经销为辅，以便于需求的反馈与长期合作关系的建立，可持续性较强；针对中小客户以及部分区域性市场，会采用经销的方式。

图 5: 科思股份以直销模式为主



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 6: 科思股份以海外销售为主

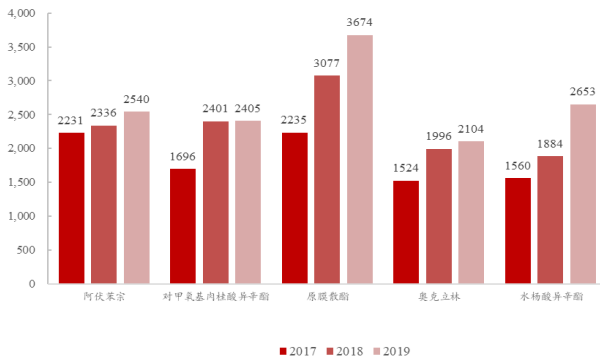


资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 2.行业: 防晒下游需求高增长, 香料市场转移进行时

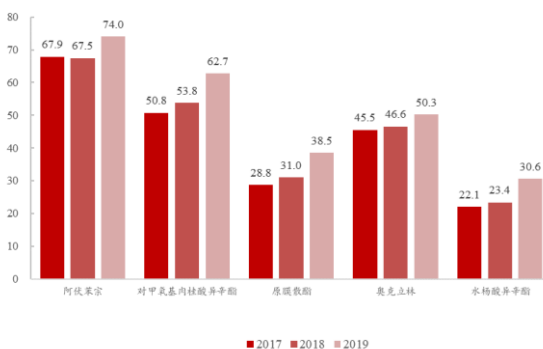
防晒剂与合成香料是公司两大主营业务, 均处于行业景气向上发展新阶段。量价层面来看, 2017-2019 年公司主要产品的销量与单价整体保持稳中有升趋势。即便是 2019 年中美贸易摩擦, 进出口业务整体环境受到冲击, 公司主要防晒剂产品销量仍能保持增长。此外近年来随着原料价格上涨, 公司产品销售单价亦水涨船高。未来随着公司行业竞争力的进一步夯实, 预计产品下游需求仍能保持较为明显的扩张, 驱动业绩增长。

图 7: 公司防晒剂主要产品销售量 (单位: 吨)



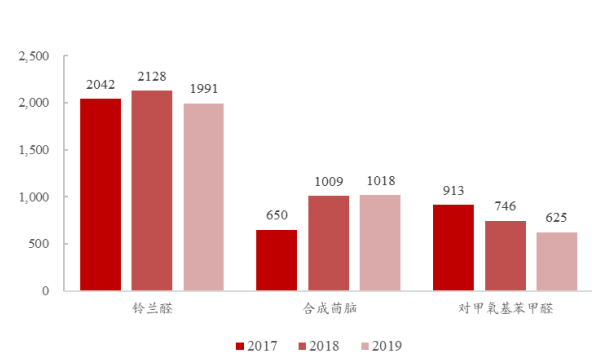
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 9: 公司防晒剂主要产品销售价格 (单位: 元/千克)



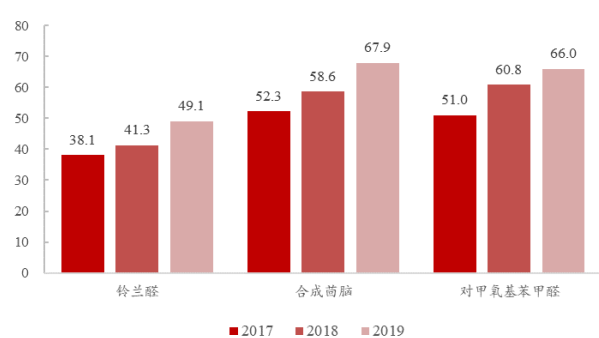
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 8: 公司合成香料主要产品销售量 (单位: 吨)



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 10: 公司合成香料主要产品销售价格 (单位: 元/千克)



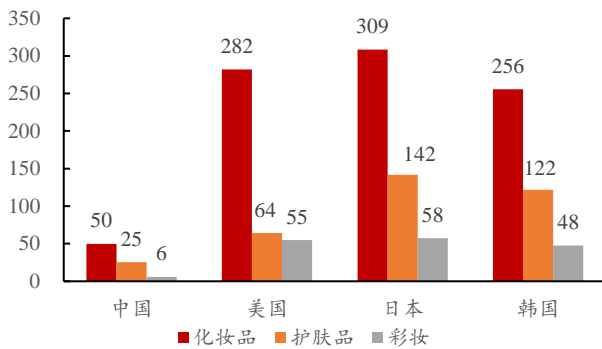
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2.1.防晒剂：少数企业主导，下游需求高增

### 2.1.1.化妆品行业红利来袭，活性成分重要性凸显

**化妆品市场规模扩张，护肤品占比最高。**收入水平提高带动消费结构升级，社交媒体催化加速美妆意识崛起，当前我国化妆品市场正处于快速发展阶段。根据Euromonitor，2020年中国美妆与个护市场规模已达5199亿元，是仅次于美国的全球第二大化妆品市场，2006-2020年CAGR高达10.5%。但若参照美日韩，预计中国的人均美妆消费水平仍有5倍以上提升空间。细分份额来看，2020年彩妆市场规模为596亿元，占比11%；护肤品市场规模2701亿元，占比52%；个人洗护及护发市场规模834亿元，占比16%。

图 11：2019 年中美日韩人均美妆消费（单位：美元）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

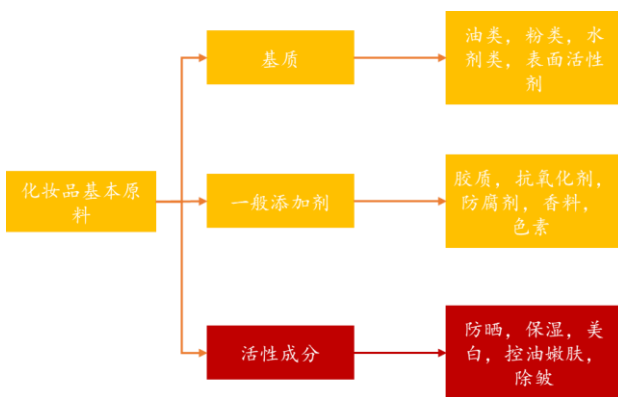
图 12：2011-2020 年国内美妆及个护市场构成



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

**化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物，活性成分是其功能实现的基础。**化妆品主要原料一般包括通用基质原料和各类化妆品添加剂。其中添加剂除了香精香料、化妆品用色素、化妆品用防腐剂、抗氧化剂等外，还包括用于防晒、保湿、美白等功能的化妆品活性成分。随着人们护肤需求由基础护肤向精细护肤过渡，对化妆品活性成分的需求亦水涨船高。

图 13：化妆品主要成分构成



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 14：化妆品常见活性成分

常见保湿成分	常见美白成分	常见防晒成分	常见抗老成分
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 甘油，维生素B5(泛醇)、玻尿酸、多元醇类(聚乙二醇、山梨糖醇等)、角鲨烷、牛油果树</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 烟酰胺</li> <li>● 曲酸</li> <li>● 抗坏血酸及其衍生物</li> <li>● 氨甲环酸</li> <li>● 光果甘草提取物</li> <li>● 熊果苷等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 物理防晒：二氧化钛、氧化锌</li> <li>● 化学防晒：阿伏苯宗、奥克立林、二苯酮、水杨酸乙基己酯等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 视黄醇及其衍生物</li> <li>● 烟酰胺</li> <li>● 胜肽</li> <li>● 氨基酸肽</li> <li>● 玻色因</li> <li>● 大豆异黄酮</li> <li>● 醇类等</li> </ul>

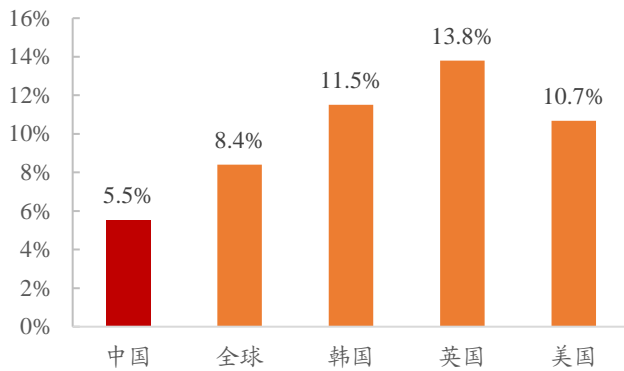
资料来源：弦子科学护肤，浙商证券研究所

### 2.1.2. 防晒需求偏刚性，全波段防晒重视度提升

**防晒意识持续提升，防晒需求向高频、刚性转化。**消费者普遍更加重视美白、祛斑、抗皱等皮肤受损之后的修补手段；而近年随着相关护肤、化妆和保养知识的日益丰富、社媒的营销推广、和事前预防观念的不断增强，更多消费者也愈发注重防晒产品的日常使用。防晒需求愈加偏刚性、高频化。

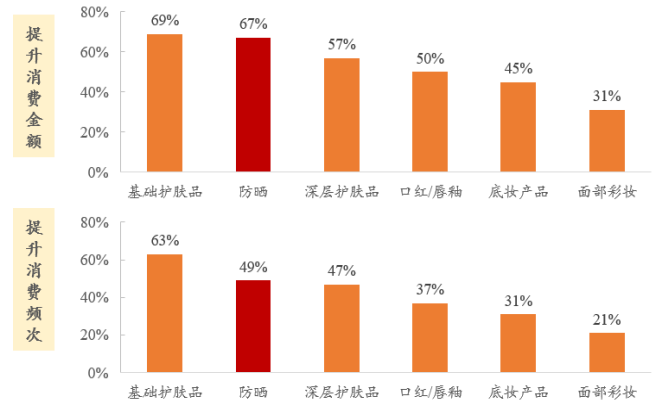
**“以白为美”的审美基调+多样化气候+防晒意识提升，中国防晒化妆品渗透率具多倍提升空间。**根据 Euromonitor，2019 年中国防晒产品渗透率（防晒产品占护肤品销售额比例）仅为 5.5%，远低于韩国（11.5%）和美国（10.7%）从渗透率的提升空间来看，我们认为 1）“以白为美”的历史审美基调+多样化气候，现实需求与文化传统共振，防晒渗透率提升空间较大；2）中国消费者防晒意识显著提升，驱动渗透率迅速增长。据巨量算数调研，抖音美妆消费者 2020 年美妆消费中防晒产品增加消费金额/提高消费频次的比例为 67%/49%，防晒需求提升明显。

图 15：2019 年中韩美防晒品占护肤品市场份额比重



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 16：抖音消费者 2020 年美妆消费增加消费金额/频次的比例



资料来源：巨量算数，浙商证券研究所

**紫外线中 UVA 对皮肤的伤害具有长期性和隐蔽性，防晒从关注 UVB 向重视全波段转变，新型化学防晒剂需求爆发。**紫外线分为 UVA 和 UVB 两类，其中 UVB 作用于皮肤表面，通常表现为具有即时性的晒黑晒伤；UVA 一年四季强度几乎相同，且可在阴天穿透云层，较 UVB 更具隐蔽性和持续性。此前人们更重视对于 UVB 的防护，而近年随着防晒知识的普及和防晒意识的提高，对 UVA 的关注度显著提升，对 UVA 乃至全波段防护效果更好的新型化学防晒产品需求爆发，传导至上游防晒原材料，利好阿伏苯宗、奥克立林、二苯酮、水杨酸乙基己酯、P-S 等化学防晒原料。同时，由于化学防晒成分会渗入皮肤带来过敏等风险，因此对生产工艺要求较高，具备精细化加工能力和相关生产资质认证的厂商优势更加明显。

图 17：防晒剂发展趋势



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表 3: UVB 和 UVA、物理防晒和化学防晒的对比

	UVB	UVA
波长	280-320nm (中波)	320-400nm (长波)
对人体影响	作用于皮肤表面, 引发红斑(晒伤), 表现尾皮肤发红、水肿或水疱, 产生烧灼、疼痛感, 愈后可留有色素沉着斑	1) 皱纹: 可达真皮层, 破坏胶原蛋白以及弹力纤维, 从而造成皮肤松弛老化, 加速皱纹的形成 2) 色斑: 长波紫外线能够促进皮肤黑色素的形成, 导致皮肤色素沉着, 诱发或加重雀斑、黄褐斑等各种色斑
	均表现出对皮肤的致癌作用	
特点	即时、严重的皮肤损害	长期、慢性的损伤, 具有隐蔽性
场景举例	海边、高原等地区, 晴天短时间可将裸露的皮肤晒伤	一年四季强度几乎相同, 阴天可以穿透云层
	物理防晒	化学防晒
主要防护成分	二氧化钛、氧化锌	阿伏苯宗、奥克立林、二苯酮、水杨酸乙基己酯、P-S 等
安全性	安全性、稳定性较高	可能有渗入皮肤、或过敏刺激的风险
防晒产品举例	资生堂白胖子、fancl 防晒霜、EltaMD 防晒霜	薇诺娜防晒霜、碧柔小蓝管
产品适用感	通常会有油腻、假白、厚重	通常较为清爽

资料来源: 知乎、浙商证券研究所

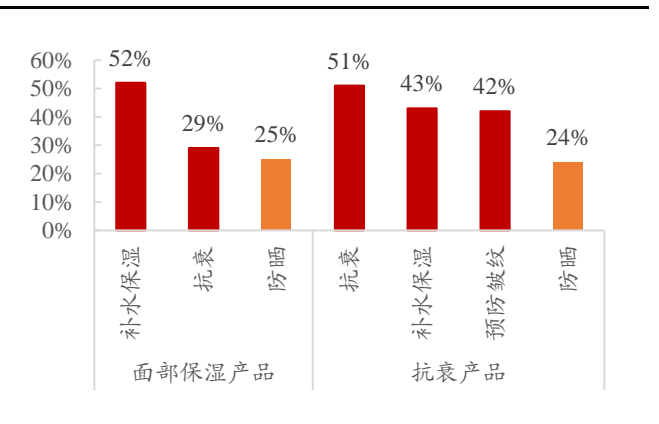
除防晒产品外, 面霜、眼霜、粉底液等其他护肤、彩妆品类的防晒需求提升。随防晒意识的提升, 除常规的防晒霜、防晒乳之外, 其他类型的化妆品也开始注重防晒功能。防晒剂在唇膏、面霜、眼霜等产品种均有应用, 预计需求将持续扩张, 将维持较高增速。根据欧睿的市场调研, 约 25% 的受访者在购买面部保湿霜和抗衰老产品时寻求防晒效果。

图 18: 具有防晒功能的唇膏、眼霜、面霜产品



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 19: 25% 的客户购买面部保湿及抗衰老产品时寻求防晒功能

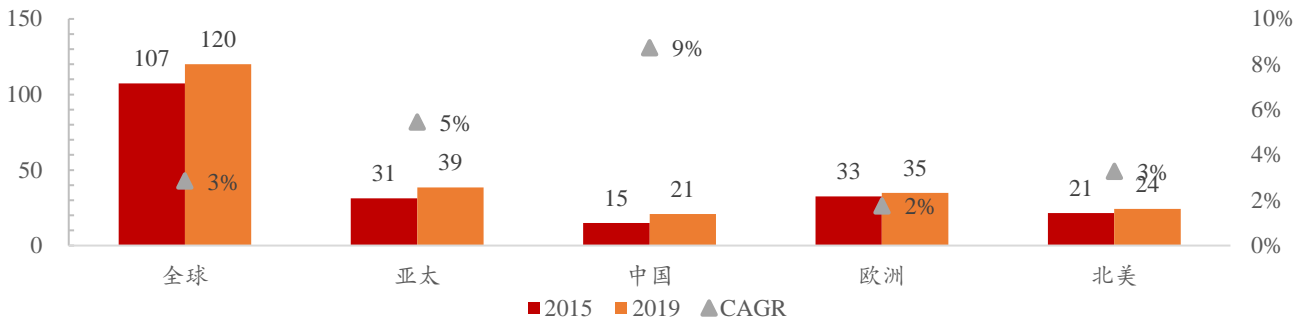


资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

### 2.1.3. 市场: 终端市场空间广阔, 上游科思股份国产之光

终端市场: 防晒化妆品规模达 120 亿美元, 中国市场规模增长迅速。据 Euromonitor, 2019 年全球防晒化妆品市场规模为 120 亿美元, 2015-2019 年 CAGR 为 3%; 2019 年中国防晒化妆品市场规模达 21 亿美元, 2015-2019 年 CAGR 达 9%, 远高于同期全球和亚太市场增速。2020 年受疫情影响, 全球防晒化妆品市场规模下降至 108.4 亿美元, 但中国随着疫情得到一定控制以及防晒意识的持续提升, 防晒化妆品市场达 22 亿美元, 逆势增长 6%。

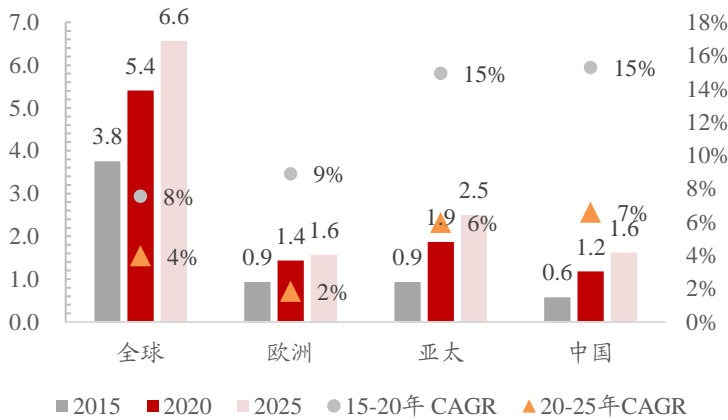
图 20：15-19 年防晒化妆品市场规模及增速（亿美元，%）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所  
注：采用 RSP 口径

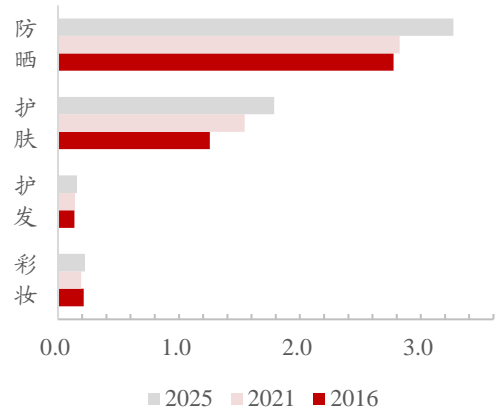
**上游市场：防晒剂消耗量高增，以面霜为主的护肤产品已成防晒剂增长第二大驱动力。** 1) **消耗量**：据 Euromonitor，2015-2020 年，全球防晒剂消耗量将由约 3.8 万吨增长至约 5.4 万吨，CAGR 约 8%，预计未来 5 年保持 4% 的复合增速。按区域来看，中国市场领增，2020 年中国防晒剂消耗量为 1.2 万吨，对应 15-20 年 CAGR 达 15%，预计未来 5 年仍将保持 7% 的高速增长。按终端使用产品来看，除防晒产品外，以面霜为主的护肤产品已成为防晒剂增长的第二大驱动力。2) **市场规模**：据智研咨询数据，2018 年我国防晒剂市场规模为 10.22 亿元。

图 21：防晒剂市场规模及预期（万吨）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

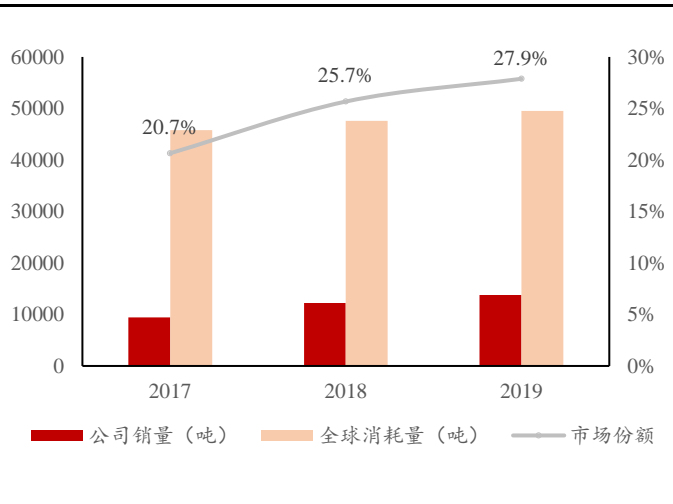
图 22：全球防晒剂市场规模（按终端产品划分，万吨）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

**上游竞争格局：资质规范+质量过硬，科思股份国产之光。** 科思股份作为通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范认证的日化生产企业，凭借完整的生产线和严格的品质管理，逐步成长为全球最主要的化学防晒剂制造商之一。据 Euromonitor，公司防晒剂全球市占率（以销量计）从 2017 年的 21% 提升至 2019 年的 28%，其布局的防晒剂品类在市场主流终端消费品中应用较为广泛，如奥立克林是安耐晒小金瓶和资生堂蓝胖子等明星产品的主要防晒活性成分。未来随着客户群体的进一步拓展，公司有望切入更多日化龙头供应体系，承接防晒市场高增长红利。

图 23: 公司防晒剂销量占全球消耗量份额



资料来源: 公司招股书、Euromonitor、浙商证券研究所

图 24: 公司布局的防晒剂品类在明星产品中多有应用

防晒剂品类	明星产品	阿伏苯宗	奥克立林	P-S	水杨酸异辛酯	OMC
安耐晒小金瓶防晒						
资生堂蓝胖子防晒						
怡恩丁水感防晒						
露得清轻透防晒						
薇诺娜清透防晒						

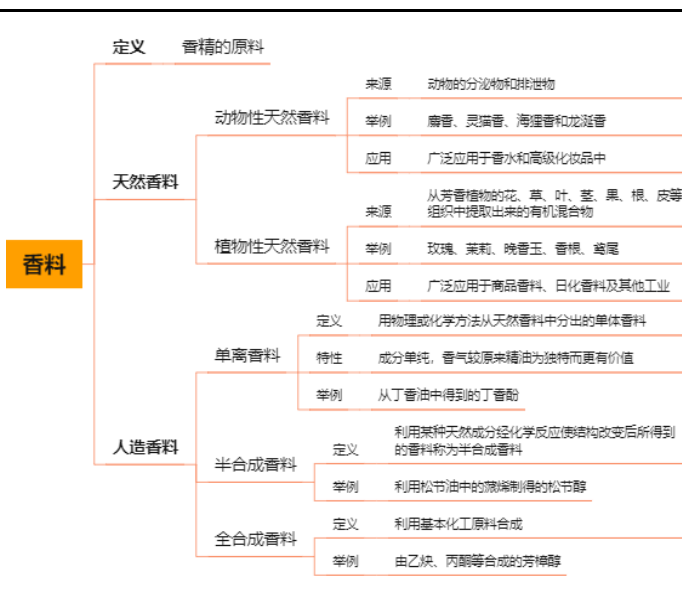
资料来源: 美丽修行, 浙商证券研究所  
注: 上色部分表示含有该成分

## 2.2. 香料香精市场: 寡头格局+产业转移, 千亿级市场红利待释放

### 2.2.1. 终端市场: 应用广阔, 规模持续扩张

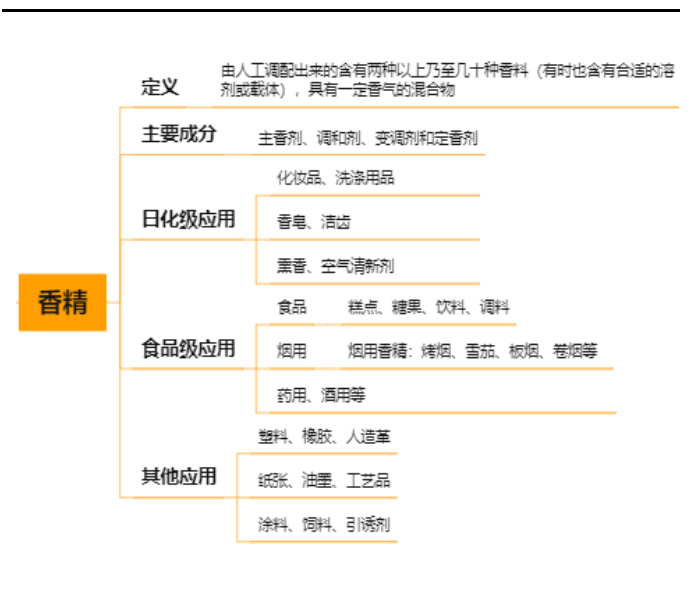
香料是配制香精的原料, 香精用途广泛, 可应用于食品、日化、烟草及其他领域, 香料香精已成为现代社会不可或缺的组成部分。香料分为天然香料和合成香料。其中天然香料又可分为动物性天然香料和植物性天然香料, 人造香料也可分为单离香料和合成香料。香精是将不同香料及助剂、辅料等按照配方和工艺调配制得具有一定香型的复杂混合物, 其成分主要有四种: 主香剂、调和剂、变调剂和定香剂, 素有“工业味精”之称, 主要可分为日用香精、食用香精、和其他用途香精三大类。

图 25: 香料一图看



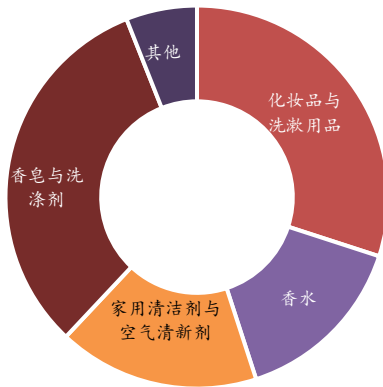
资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

图 26: 香精一图看



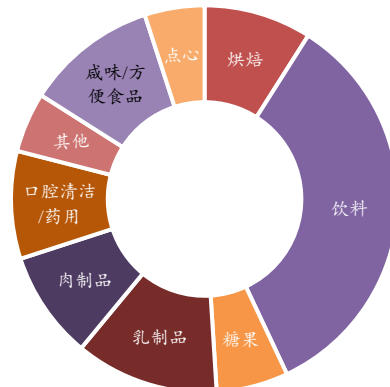
资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

图 27：日化香精细分终端市场规模占比



资料来源：IALConsultants，浙商证券研究所

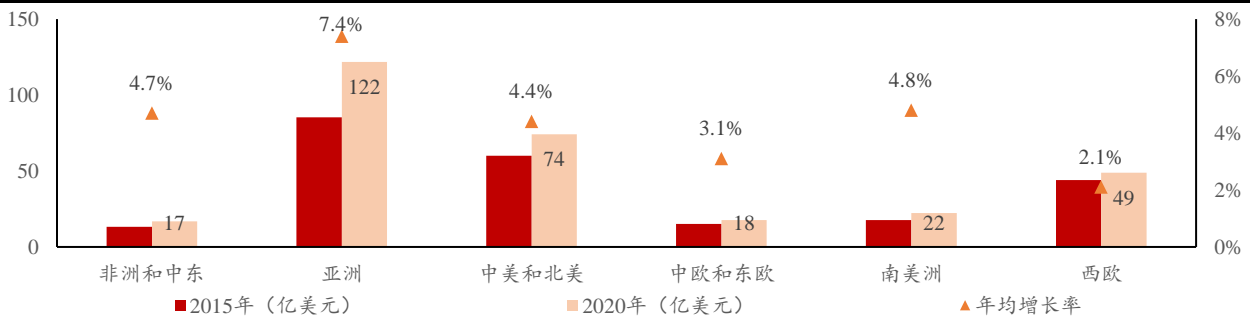
图 28：食用香精细分终端市场规模占比



资料来源：IALConsultants，浙商证券研究所

**香料香精终端市场稳健增长。**随着全球经济的发展和食品、日化、制药等相关产业的显著增长，其对香料香精的需求不断上升。据 IALConsultants 咨询公司数据，至 2020 年全球香料香精市场规模将达到 302 亿美元，年均增长率为 5.1%。其中，亚洲市场将以 7.4% 的年均增长率成为香料香精市场发展的主要动力。中国香料香精化妆品工业协会预计国内香料香精行业在“十三五”期间的年均增速不低于 7%，至 2020 年市场规模可达到 510 亿元。

图 29：全球香料香精市场规模（终端）



资料来源：IALConsultants，浙商证券研究所

### 2.2.2. 上游市场：生产端向发展中国家转移，亚洲增速领先

**中国香精香料产业具备一定资源优势，出口体量较大。**在合成香料中，大宗常用香料指的是全球年均用量 5000 吨以上的香料品种，例如芳樟醇、香叶醇、香兰素、铃兰醛等。据头豹研究院，中国在大宗合成香料产量方面具有一定优势，例如香兰素产量占全球总产量的 60% 左右，此外，由于中国的天然香料品类独特，每年约有 1/3 的香精香料产品用于出口。例如主要产于东亚的山苍子油，可用于提制柠檬醛，供合成紫罗兰酮类香料和维生素等，是香精香料工业中重要的原料精油，中国年产量居世界第一，年出口量约为 400 吨。

**香料香精生产向发展中国家转移，助推国内香料香精上游市场规模的增长。**基于中国香料产业得天独厚的资源优势 and 相对较低的用工成本，以奇华顿、德之馨、芬美意为代表的国际巨头近年来频繁落子中国，投资建厂。

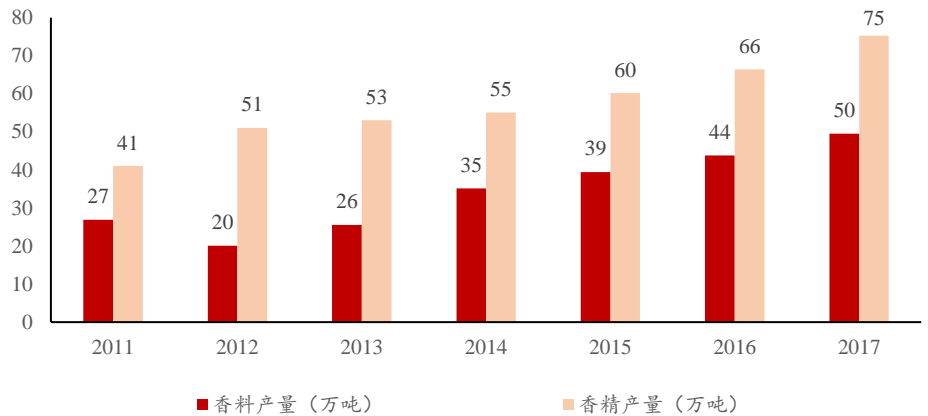


表 4：龙头香精香料公司加码中国产能布局

2017 年	奇华顿：在江苏常州设立奇华顿全球最大工厂，该厂香精香料年产能 38000 吨，投资金额高达 1 亿瑞士法郎（约合人民币 7.3 亿元）
2018 年	德之馨：投资约一亿美元的南通香精香料生产基地正式封顶
2019 年	芬美意：在江苏张家港正式启用其全球最大食用香精制造厂 奇华顿：7 月并购位于广州的德乐满创香中心和生产工厂；年底宣布扩建其位于江苏南通的食用香精工厂
2020 年	奇华顿：10 月，江苏常州最大工厂开工

资料来源：化妆品财经在线、浙商证券研究所

图 30：中国香料香精行业细分产量



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

### 2.2.3. 上游壁垒：技术壁垒较高，寡头格局明显

**香料香精安全性备受关注，监管严格抬高行业壁垒。**香料香精主要用于食品、化妆品、日化品等产品中，与消费者的身体健康息息相关。各国对于食用香精都有明确的种类和用量限制，监管较为严格，且近年对化妆品、日化品所使用的香料香精产品也进一步加强监管，主要通过列示禁用清单的方式进行管理，并保持对清单的更新。例如 2017 年 8 月，欧盟委员会将新铃兰醛、苔黑醛和氯化苔黑醛三种香精过敏原列入化妆品禁用物质清单。在此背景下，生产者需要通过更长的研发周期，和更全面的安全性测试以确保研发的产品能够满足市场需求及监管要求。

图 31：6 种致敏物质含量高的香水

产品名称	聲稱來源地	聲稱容量 (毫升)	大約零售價 (港元)	香料致敏物質在總和	檢出香料致敏物質種類數量
GIORGIO ARMANI ACQUA DI GIO Absolu Eau de Parfum Vaporisateur Natural Spray	法國	75	790	3.24%	8
TIFFANY & Co. Eau de Parfum Intense Natural Spray Vaporisateur	法國	50	990	3%	8
CHANEL GABRIELLE Eau de Parfum Vaporisateur Spray	法國	50	1,015	3.19%	14
ACQUA DI PARMA Magnolia Nobile Eau de Parfum Natural Spray	意大利	100	1,775	5.35%	12
VALENTINO UOMO ACQUA Eau de Toilette Natural Spray	西班牙	75	650	3.5%	8
GUERLAIN Mon GUERLAIN Eau de Toilette	法國	50	740	3.09%	12

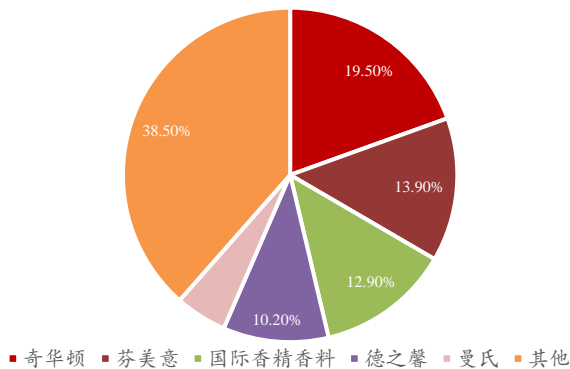
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**生产工艺先进性与稳定性是行业地位的关键因素，头部效应突出。**香料香精产品的关键质量指标是产品的香气，而香气很难用量化指标来进行标准化度量。产品配方、工艺不同、加工方式不同或产品的批次不同都会导致产品香气的差异，从而影响下游产品的品质。据文献《香料香气的持久性》指出，调香者最需要考虑的问题之一，就是如何使香气保持特征稳定长时间不走样。因而产品香气品质，和控制产品香气的稳定性是龙头公司维护市场地位的核心因素，也是区别于其他化工产品的关键指标。厂商需要通过研发投入不断推进工艺流程的改进，实现收率的提升、反应台时的缩短等，进而提高生产技术效率与稳定性，长期来看，龙头企业强者恒强。

**行业寡头格局明显，国内销售额破亿企业仅 30 家。**从全球前十大香料香精公司的销售数据看，1999 年总销售额为 129 亿美元，占全球总销售额的 64.60%；至 2017 年，该比例达到 77.20%，市场集中度进一步提升。前四大龙头奇华顿、芬美意、国际香料香精和德之馨合计市场份额约 50%，行业格局短期难以撼动。据中国情报网数据。截至 2019 年底，我国共有香料香精企业 1000 余家，其中年销售额亿元以上企业仅 30 余家，占比较低。

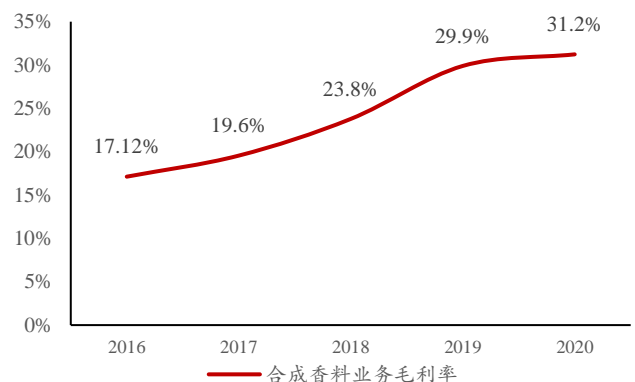
**产品优质+供应稳定，科思股份市场竞争力持续提升。**科思股份是国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，之后又投产了合成茴脑、扩产并技术升级铃兰醛等产品，产品具备较强的市场竞争力。特别是铃兰醛产品，目前全球能够进行大规模生产的制造商仅有巴斯夫、克拉玛和科思股份三家。公司合作伙伴多为大型日化企业，对原材料品质保障和供应安全的诉求优先于采购成本。因此，公司合理提高产品销售价格水平基本为下游市场所接受，拉动公司合成香料业务毛利率连续增长。

图 32：2017 年全球香料香精企业市场份额占比



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 33：科思股份合成香料业务毛利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3.核心优势：资质齐全品类丰富，深度合作国际龙头

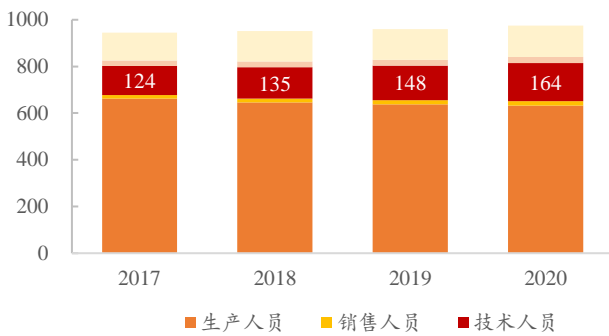
#### 3.1.资质技术出色，奠定发展之基

**公司已建立完善的管理体系，相应资质齐全，可保障产品的高质量与供应的稳定性。**公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，是国内少数通过美国 FDA 现场审核和欧盟化妆品原料规范（EFCI）认证的日用化学品原料制造商，并已建立符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系。与同业相比，公司在资质与品控方面优势明显。而在防晒剂与合成香料的生产中，工艺稳定性都是生产厂商核心竞争力，作为国内稀缺的防晒剂生产龙头企业，公司有望凭借自身资质和持续提升的

行业认可度，进一步切入更多下游日化巨头供应链，建立深度合作，助推业绩增长。

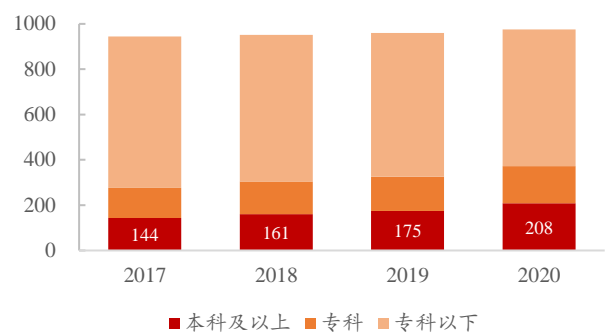
**持续加码研发，夯实技术实力。**17-20 年公司研发技术人员数量占比由 13% 提升至 17%，员工中本科及以上学历者的数量占 15.2% 提升到了 21.3%。公司以扎实的研发投入为基础，已经形成了自己的核心技术和特色生产工艺，如脱色-薄膜蒸馏纯化技术、高效循环节能技术、高选择性加氢技术等。截至 2020 年底，公司拥有 130 余项专利技术，其中包括 22 项产品发明专利，涵盖公司大部分产品如对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、阿伏苯宗、原膜散酯等的制备工艺和生产设备，夯实了公司的核心竞争力。

图 34：科思股份技术人员占比逐步提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：科思股份员工学历结构逐步优化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2. 品类覆盖丰富，铸就获客之匙

**公司系全球化学防晒剂龙头，产品矩阵丰富。**公司基本覆盖市场上主要的化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段。其中美国 FDA 认证的 14 款化学防晒剂，公司拥有 6 款生产能力，可满足日化下游厂商的一站式采购需求。此外，防晒剂复配趋势将进一步助力公司。据《中国美容医学》相关文献指出，单一的防晒剂一般很难达到很好的防晒效果，且每种防晒剂均有法规限制的使用上限，厂商多将防晒剂进行合理的复配使用。因此在厂商采购防晒剂原料时，可进行多品类生产的供应商优势显著。

表 5：科思股份布局多款化学防晒剂和中间体产品

主要产品	性质介绍	功能用途
阿伏苯宗* (AVB)	一种广谱紫外线吸收剂，可以吸收 UVA320~400nm 波段，几乎不吸收可见光，具有吸收率高、无毒、无致畸，对光和热的稳定性好等优点	适用于浅色透明制品，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中
奥克立林* (OCT)	较为新型的防晒成分，具有吸收率高、无毒、无致畸作用、对光、热稳定性好等优点。能同时吸收 UVA 和 UVB	在防晒霜中经常搭配其他防晒剂一起使用，能达到较高的 SPF 防晒指数
对甲氧基肉桂酸异辛酯* (OMC)	UVB 区紫外线的良好吸收剂，能有效防止 UVB290~320nm 的紫外线。吸收率高，对皮肤无刺激，安全性好	是目前世界范围内最广泛使用的紫外线 UVB 防晒剂，广泛应用于配制防晒霜、膏、乳液等护肤化妆品
原膜散酯* (HMS)	一种紫外线 UVB 防晒剂，为无色透明液体，不溶于水，可吸收 UVB295~315nm 波段的紫外线	适合抗水配方，保护皮肤不受 UVB 照射的损伤，降低在阳光暴露造成的长期有害影响
水杨酸异辛酯* (OS)	一种较弱的紫外线 UVB 防晒剂，属于化学防晒剂，可以吸收 UVB 280~320 波段	作为 UVB 吸收剂使用于防晒化妆品中，相对于其他大多数防晒剂较安全，毒性较小，而且廉价

双-乙基己氧苯 酚甲氧苯基三 嗪 (P-S)	一种新型广谱紫外线吸收剂,能同时吸收 UVA 和 UVB,同时,具有强紫外线吸收性和高耐热性	与其他化学防晒剂搭配使用,能显著增加其 SPF 值
对甲氧基 苯乙酮 (MAP)	一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体	常用于高级化妆品和皂用香精中,在肥皂中有很高的稳定性,亦可作果实食品香精。也用于防晒剂阿伏苯宗(AVB)的生产和有机合成,生产对甲氧基苯乙酸用作葛根素的中间体,以及液晶单体的生产
对叔丁基苯甲 酸甲酯 (MBB)	一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体	广泛应用于化工合成、制药、化妆品、香料香精、药品的生产,主要用途之一就是用来生产防晒剂阿伏苯宗
苯基苯并咪唑 磺酸* (HS)	一种紫外线 UVB 防晒剂,也能吸收部分 UVA 波段。白色粉末、几乎无味,无毒、低刺激性、低过敏反应	用作紫外吸收剂,用于防晒护肤化妆品中

资料来源:公司招股书,浙商证券研究所(注:标\*的品类为 FDA 认证的化学防晒剂)

**20 余年香料生产经验,多款产品具竞争优势。**公司是国内较早涉足香精香料生产的企业,多款产品竞争力较强,是目前全球能大规模生产铃兰醛的三家制造商之一。此外也积极开展吐纳麝香、覆盆子酮、白花醇、香芹酮等新型香料产品的工艺开发,向多品类供应商迈进。

表 6: 科思股份布局多款应用广泛的香精香料

主要产品	性质介绍	功能用途
铃兰醛 (LLY)	具有铃兰花香香味,香气纯正,幽雅柔和,留香时间长,首尾香气差异较小	在碱性介质中稳定,对皮肤刺激性小,深受调香师欢迎,广泛应用于日化香精中
对叔丁基苯甲 醛 (TBB)	具有醛类的特征香气,易于被空气氧化而变成对叔丁基苯甲酸	是药物、燃料、香料香精等精细化学品和电子化学品的重要原料,特别是在铃兰醛的合成中需求量很大
对甲氧基苯甲 醛(PMOB)	对甲氧基苯甲醛,具有类似山楂的气味	主要用于食品及化妆品、香皂等。医药上用作抗组胺药物的中间体,如制抗菌素羧氨苄基青霉素等,少量也用作电镀增光剂等
合成茴脑 (AT)	带有甜味,具茴香的特殊香气	广泛用于香精、香料、医药及食品,还用作药物的矫味剂和矫气味剂、合成药物的原料及彩色照相的增感剂等
2-萘乙酮 (β-U80)	是有机合成的一种原料	主要用以配制葡萄、草莓、柑橘和橙花等型香精;还可用于日化香精配方中,常用于肥皂、洗涤剂香精配方中
对甲基苯乙酮 (TAP)	有强烈的山楂似香气及水果和花香	可用于配制金合欢型、紫丁香型等香精;还可少量用于烟草香精中

资料来源:公司招股书,浙商证券研究所

### 3.3.深度绑定国际客户,强者恒强

**公司产品矩阵丰富,并基于专业的管理能力提供高质量产品及稳定的供应,深受海外巨头认可。**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、默克等化妆品公司和化学品公司;合成香料客户包括奇华顿、芬美意、IFF、高砂、德之馨、高露洁等全球知名的香料香精公司和化学品公司。公司已经与国际巨头建立了长期稳定的合作关系,在业内树立了良好的品质口碑。

表 7: 科思股份与国际大客户建立长期合作关系

客户名称	成立年份	合作方向	合作时间	公司简介	业务板块覆盖范围	20 年营收	与科思股份合作内容
帝斯曼 (DSM)	1869	防晒剂、香料	2015	国际性营养保健品、化工原料和医药集团,总部设在荷兰	营养保健品、化工原料和医药	97	阿伏苯宗,对甲氧基肉桂酸异辛酯,原膜散酯,奥克立林,水杨酸异辛酯,P-S
亚什兰 (Ashland)	1924	防晒剂	2013	全球领先的特种化学品公司,所服务的行业包括粘合剂、建筑涂料、汽	专业化学品、金属铸件消耗品等精细化工	23	阿伏苯宗,奥克立林,原膜散酯

客户名称	年份	行业	合作时间	合作描述	主要产品	营收占比	合作产品
奇华顿 (Givaudan)	1895	香料	2003	全球领先的香料香精公司, 在全球 90 多个地点开展业务	日用、食用香精化合物, 香水类产品	72	对甲氧基肉桂酸异辛酯, 铃兰醛, 合成茴脑, 对甲氧基苯甲醛
德之馨 (Symrise)	1874	防晒剂、香料	2006	世界第四大香精香料生产商, 由德威龙 (成立于 1919 年) 与 H&R (成立于 1874 年) 在 2003 年合并而成	香料香精、营养品、个人护理	43	对甲氧基肉桂酸异辛酯, 铃兰醛
芬美意 (Firmenich)	1895	香料	2005	收入规模位列全球香精香料企业第三, 总部位于瑞士日内瓦, 专利超 2900 项, 并获得了包括诺贝尔化学奖在内的 35 项研发奖项	香料、香精、香水	45	对甲氧基苯甲醛
国际香精香料 (IFF)	1891	香料	2011	全球领先的香料香精公司, 总部位于美国, 有世界上最大的独立研究香气和味觉的研发中心	香精香料	51	对甲氧基苯甲醛
拜尔斯道夫 (BDF)	1882	防晒剂	2016	世界 10 大化妆品公司之一, 旗下拥有妮维雅等全球知名的护肤品牌	护肤品, 创口贴及胶带	86	阿伏苯宗, 原膜散酯, 水杨酸异辛酯

资料来源: 公司官网、雪球、浙商证券研究所

注: 营收单位为亿美元, 采用 2020-12-31 国际汇率

**前五大客户收入占比超 6 成, 全球化工巨头帝斯曼为第一大客户。**公司主营业务收入约 90% 来自海外市场, 客户集中度较高。2017-2020 年公司前五大客户收入占比分别为 61.5%、68.4%、65.6% 和 62.3%。其中帝斯曼作为公司第一大客户, 2020 年收入占比达 43.3%。双方的合作始于 2015 年, 2017 年 7 月帝斯曼宣布与科思股份建立了独家战略合作伙伴关系, 公司凭借优秀的制造和工艺优化能力为帝斯曼多款产品提供防晒剂制造生产支持。

**表 8: 科思股份历年前五大客户情况**

时间	客户名称	收入 (百万元)	营收占比	合作历史
2019 年	帝斯曼	445.9	40.5%	2015 年起
	亚什兰	103.4	9.7%	2013 年起
	德之馨	68.5	6.2%	2006 年起
	奇华顿	61.8	5.6%	2003 年起
	上海禾稼贸易	39.1	3.6%	2011 年起
	总计	718.7	65.6%	
2018 年	帝斯曼	418.7	43.1%	2015 年起
	德之馨	84.6	8.7%	2006 年起
	亚什兰	61.7	6.4%	2013 年起
	奇华顿	59.4	6.1%	2003 年起
	拜尔斯道夫	40.9	4.2%	2016 年起
	总计	665.3	68.5%	
2017 年	帝斯曼	200.3	28.2%	2015 年起
	德之馨	77.1	10.9%	2006 年起
	亚什兰	76.6	10.8%	2013 年起
	SunCel	42.6	6.0%	2013 年起
	奇华顿	41.0	5.8%	2003 年起
	总计	437.5	61.5%	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**深度绑定国际客户, 强者恒强。**公司与国际巨头深入合作, 17-19 年防晒产品全球市占率从 21% 提升至 28%。我们认为, 公司通过与绑定国际巨头, 已树立深厚护城河, 有望实现强者恒强。

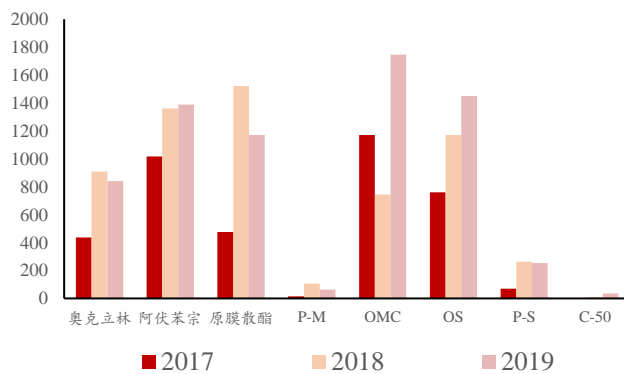
1) **国际巨头供应链进入门槛高, 客户粘性强。**海外巨头选定供应商需经过小批量、长时间的测试, 确保供应商提供的产品质量、供应能力、售后服务、管理体

系等符合客户要求，一旦与供应商形成稳定的供应关系后不会易更换；此外，出于供应链管理成本最小化等考虑，中下游厂商新的产品需求也会优先向成熟合作伙伴进行采购。新进入者难以在短时期内获得重要的客户资源和必要的盈利空间。

2) 与国际客户的深度合作进一步强化了公司在质量管控、生产流程规范、环保设施建设等方面的壁垒。切入国际供应链体系，使得公司生产资质与国际水准保持长期对标；同时，公司组织技术与品质专家与客户进行交流协作，深度优化整合市场资源和技术优势，助力公司准确把握业务发展方向的前瞻性与准确性。

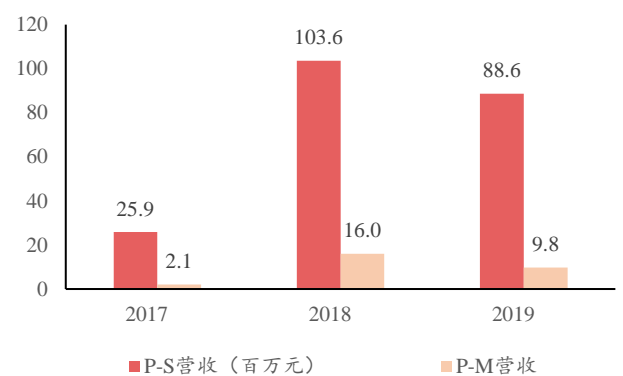
3) 深度绑定大客户使得公司的业绩具备长期可持续性。帝斯曼以其研发经验和实验设备赋能，与公司合作研发新型防晒剂 P-S、P-M（均为新型广谱紫外线吸收剂，能同时吸收 UVA 和 UVB），约定 17 年至 23 年为独家合作关系，并规定相应的最低采购量，2018、2019 年该产品分别实现 1.20/0.98 亿元营收。此外合约规定，2024 年之后双方将每年书面确认是否维持独家供应合作。作为与其他化学防晒剂搭配使用，能显著增加其防晒效果的新型优质辅助防晒剂，P-S、P-M 需求的增加和潜在的供应模式变化预计将使公司迎来新的业绩释放。

图 36：帝斯曼采购的各品类产品呈上升趋势（单位：吨）



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 37：P-S、P-M 年度销售额



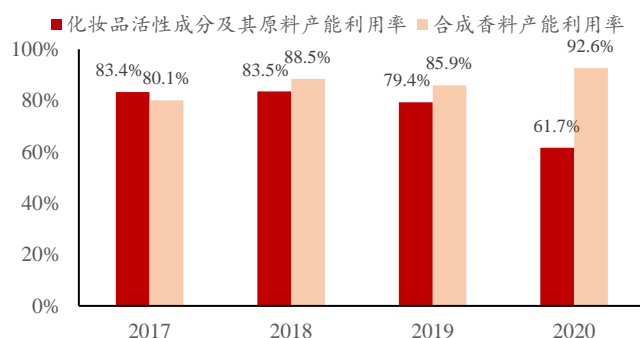
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

## 4.未来看点：募投资项目扩张产能，新品布局再拓版图

### 4.1.产能扩张，承接需求高景气

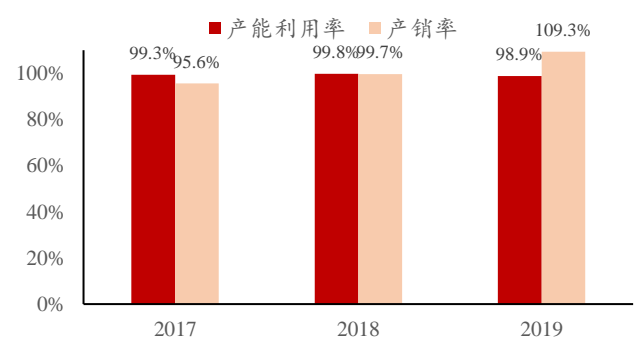
产品畅销订单饱满，公司产能利用率较高。截至 2020 年，公司已有化妆品活性成分及其原料产能 23800 吨/年，合成香料产能 9800 吨/年。近年来随着下游需求高增，公司在手订单数较为饱满。化妆品活性成分和合成香料的既有产能利用率较高，17-19 年阿伏苯宗产能利用率分别为 99.34%、99.75%和 98.87%，接近满负荷生产。

图 38：公司主要业务产能利用率



资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

图 39：阿伏苯宗产能利用率与产销率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**募投项目打开产量天花板，产能落地带来确定性增长。**公司新布局多项产能建设，其中除阿伏苯宗为扩产项目外，其他产品如冬青油、二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯等均为新建产线，有利于丰富产品结构，进一步提升公司核心竞争力。其中阿伏苯宗、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯等多款产品已经投料试生产，预计今年 Q4 开始放量，明后年产能释放效果明显，助推业绩增长。

表 9：科思股份募投项目新增产能

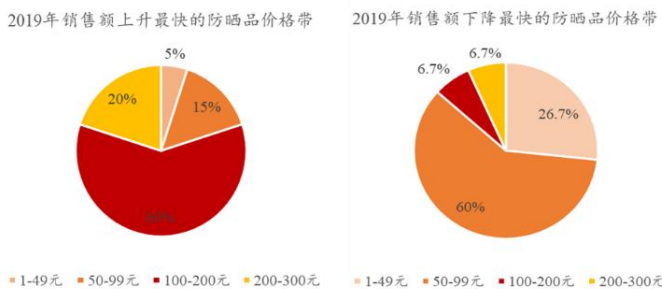
项目名称	产品名称	产品简介	新增产能 (吨)	建设进度
马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目（一期工程）	阿伏苯宗 (AVB)	广谱紫外线吸收剂，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中	2000	已投料试生产
	水杨酸苄酯 (BS)	广泛用作花香型和非花香型香精的稀释剂和定香剂，同时又是良好的紫外线吸收剂	1500	已投料试生产
	水杨酸正己酯 (NHS)	日用香料的定香剂，也用作烟草香精	1500	已投料试生产
	水杨酸甲酯 (MS)	有强烈的冬青油香气，可用于制备多种防晒剂和香料，主要系公司内部使用	8000	已投料试生产（其中水杨酸甲酯中间体项目已终止）
马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目（二期工程）	水杨酸异戊酯 (IS)	有一定的花香气味，具有定香作用，可用于配制多种类型的香精，广泛应用于香皂、沐浴液、洗发香波及其它日用化妆品	1500	已投料试生产
	水杨酸正戊酯 (AS)		1500	已投料试生产
马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项目	辛基三嗪酮 (EHT)	可吸收 UVB 段和 UVA 段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂，具有较高的光稳定性，且耐水性强，对皮肤的角质蛋白有较好的亲和力	1000	已投料试生产
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 (DHHB)	新型的 UVA 紫外线吸收剂，光化学稳定性好，与其它油脂的复配性佳	500	21 年 10 月开工，预计 22 年 9 月竣工投产

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4.2. 品类拓展，布局长期新增长

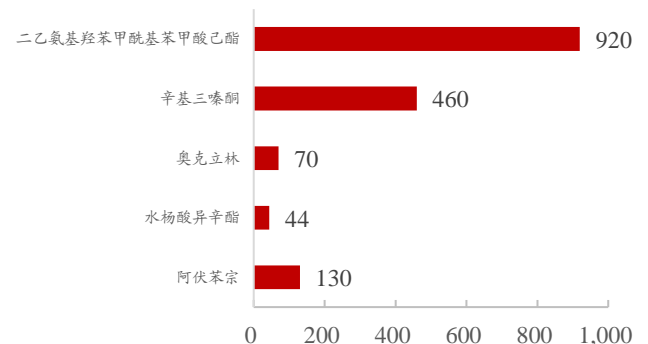
**深耕防晒，前瞻布局新型防晒原料。**据亿邦动力网数据，2018 年全波段防晒产品客单价较 2017 年增长 29%，高端防晒产品需求进一步扩张，催生下游厂商对高端防晒剂的需求。公司新建 1000 吨辛基三嗪酮产线与 500 吨二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯产线，布局高端防晒原料，市场议价权较强。持续推出符合市场需求的新型防晒剂产品，既可以利用现有客户体系和供应渠道消化新增产能，与优质客户建立更为紧密的联系，又可以提升公司在防晒剂行业的市场地位，进一步扩大市场规模。

图 40：防晒高客单价产品消费者关注度提升



资料来源：品观 APP，浙商证券研究所

图 41：新型防晒剂单价较高（元/公斤）



资料来源：爱采购，浙商证券研究所（注：网站报价，仅供参考）

中长期来看，美白产品及增稠剂等个护成分或将成为公司新的着力点。

1) 公司募投项目安徽圣诺贝研发中心，就多种新型日用香原料+化妆品原料展开研发，推进降本增效与工艺稳定化。日用香原料方面，将就吐纳麝香、覆盆子酮、新铃兰醇、牛奶内酯、白花醇、香芹酮等产品展开工艺研究；化妆品原料方面，将基于公司在防晒剂合成领域的技术研发优势，围绕新型防晒剂、高性能美白剂、其它化妆品活性成分、营养品以及复合功能防腐剂等方面展开研究，其中 $\alpha$ -熊果苷、覆盆子酮葡萄糖苷等美白活性成分的人工合成目前国际范围内尚不成熟，公司尽早进入该领域的研发，有利于在未来的竞争中取得一定的优势。

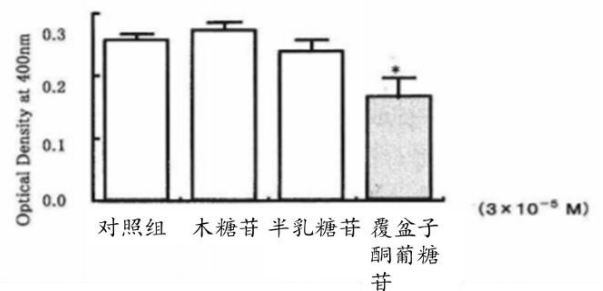
2) 21年新设安庆、南京江宁项目，积极进行产品管线拓展。公司21年拟投资30亿元在安庆建设高端个人护理品及合成香料项目，包括防晒剂在内的高端个人护理品原料（包括美白、保湿、增稠等）和大品类的合成香料领域，预计22H2开始建设，预计年产9.5万吨，达产后年产值约43亿元；投资5亿元在南京建设高端个人护理品产业基地，重在创新体系和产业孵化体系建设。中长期来看，高端防晒剂和美白产品或将成为公司新的着力点，并借助已有渠道优势开拓市场，进一步赋能业绩增长。

图 42:  $\alpha$ -熊果苷美白效果较好、性质较稳定

$\alpha$ -熊果苷	VS	$\beta$ -熊果苷
较低浓度下可有效抑制黑色素		<3%浓度时增白效果不明显
未见抑制细胞生长		>3%浓度时，明显抑制或损伤细胞生长
生物酶法制取		植物提取、细胞培养、化学合成
不易变色或降解		易分解

资料来源：普怡生物，浙商证券研究所

图 43: 覆盆子酮葡萄糖苷可以有效抑制黑色素形成



资料来源：《Lasting Effect of Raspberry Ketone Glucoside on Whitening》，浙商证券研究所

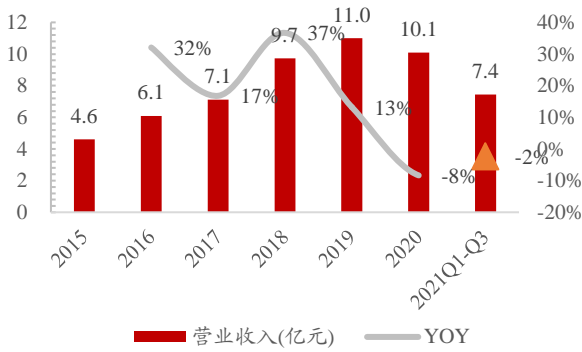
## 5. 财务分析：成长性显著，盈利能力稳步提升

**15-19 年收入/归母净利复合增速达 24%/64%，成长性显著。**公司以合成香料业务起家，2010 年开始防晒剂生产建设，2013 年防晒业务开始放量，收入占比逐渐增加至 2019 年的 74%。15-19 年公司归母净利增幅达 64%，远高于收入增幅，主要系 1) 防晒剂业务毛利率高于合成香料（17-19 年分别高 5pp、2pp、2pp），随着防晒剂业务占比提升，拉动公司整体毛利率由 15 年的 25% 提升至 19 年的 31%。2) 受原料价格波动等影响，公司多次提高产品销售价格，综合毛利率提升，带动净利润水平提升。

**疫情及原材料价格影响，业绩有待修复。**20 年疫情影响出行及防晒需求，公司收入同比下降 8%。其中，防晒剂业务收入同比下滑 19%；合成香料业务受益于全球对洗涤、消毒杀菌类日用化学品的消费提升，同比增长 31%。21Q2 防晒需求有所回暖，但整体受疫情反复、原材料价格、海运价格和人民币兑美元汇率波动等因素，公司营收/归母净利润同比-2%/-6%。公司已进入新一轮涨价通道，未来随着疫情得控及原材料、海运价格的恢复，未来业绩有望得到持续修复。

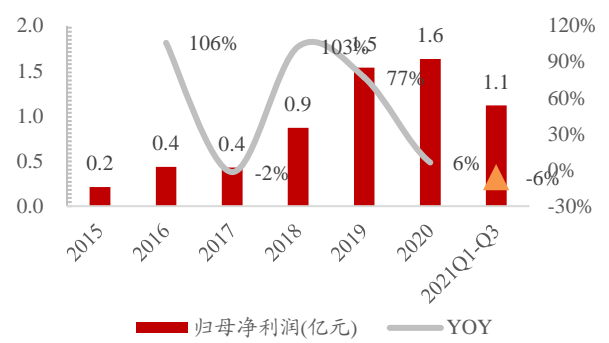


图 44: 科思股份收入及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

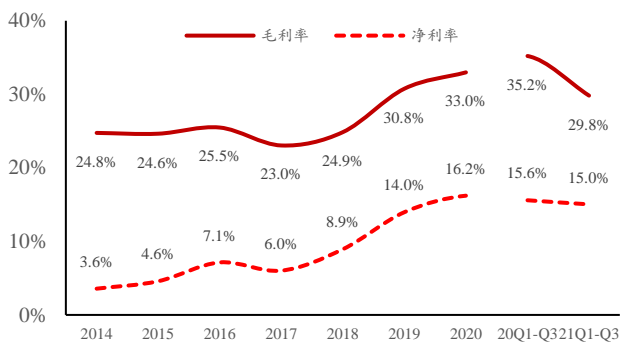
图 45: 科思股份归母净利润及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

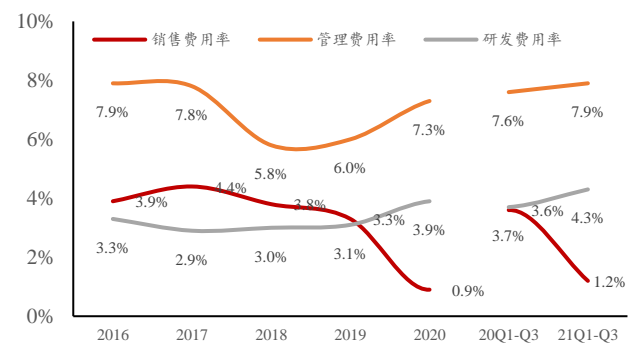
**费用端: 收入准则调整影响费用率, 盈利能力提升明显。**2020 年公司销售费用率大幅下降至 0.9% 主要系会计新规影响。管理费用受折旧摊销增多影响, 略有上升。研发投入费用率近年稳步提升, 从 2016 年的 3.3% 增至 2021Q1-Q3 的 4.3%, 为技术工艺的革新与活性成分的研发打下基础。公司行业地位稳步提升, 涨价催化, 部分产品产能利用率提高, 成本费用管控进一步取得成效, 盈利水平逐渐提升, 毛利率/净利率分别从 2014 年的 24.8%/3.6% 提升至 2021Q1-Q3 的 29.8%/15.0%。

图 46: 科思股份毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

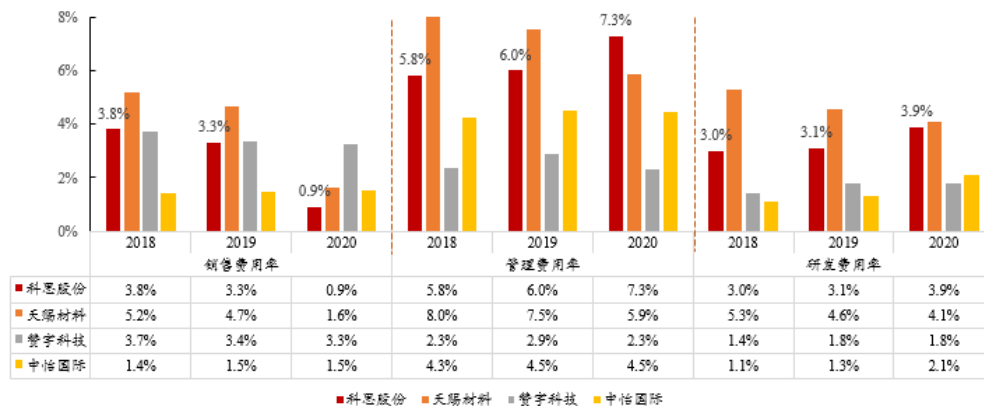
图 47: 科思股份销售、管理和研发费用收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

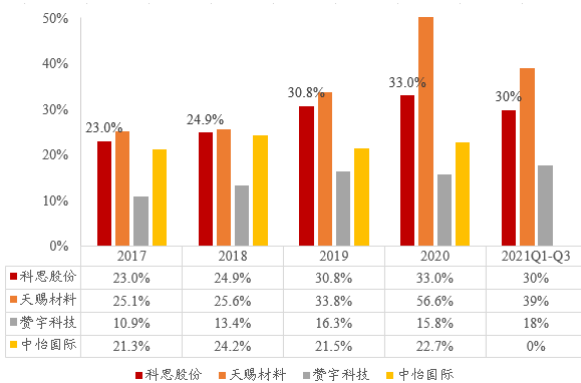
**同业相较, 盈利能力行业领先。**横向对比来看, 选取日化加工厂商天赐材料和香料香精厂商赞宇科技、中怡国际作为参照, 公司销售费用率处于同业较低水准, 研发费用率处于领先地位。较可比公司而言, 科思股份盈利水准较为领先。

图 48: 销售管理研发费用率同业对比



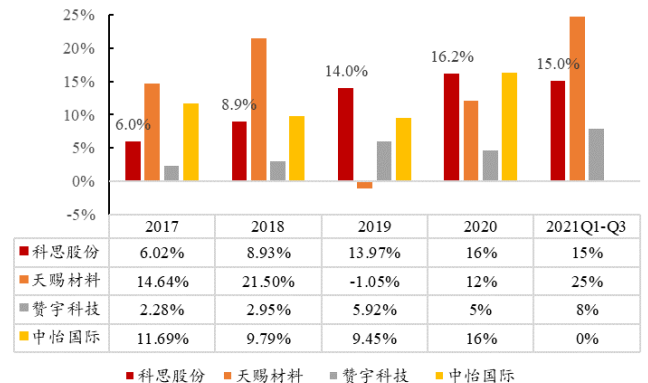
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图 49: 毛利率同业比较



资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

图 50: 净利率同业比较



资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测分析

#### 核心假设:

#### (1) 收入端:

**销量:** 随着居民消费结构升级、防晒意识提升, 随着香料行业保持高景气度上行, 公司作为日化生产领域龙头, 在产能储备、客户合作等方面具有显著优势, 可实现超行业增长, 随着新建产线落地, 将迎来产能进一步释放。预计化妆品活性成分销量同比增加 6%/35%/20%, 合成香料销量同比增加 4%/25%/15%。

**单价:** 公司产品均属重要日化原料, 近年来销售单价持续上升。21Q3 原材料价格上涨及海运费上涨, 公司已进入新一轮涨价通道。既有订单价格保持不变, 预计新签订单平均单价将提升, 涨价效果在 22 年释放明显, 预计 22/23 年化妆品活性成分单价同比增加 8%/5%, 合成香料单价同比增加 8%/5%。

综上, 预计 2021/22/23 年公司收入分别为 10.9/15.3/19.0 亿元, 同比增长 7.7%/40.9%/23.8%。

**(2) 成本端:** 21Q3 公司主要原材料成本 (与原油价格相关) 及海运价格均处于高点, 截至 21 年 9 月 30 日, 布伦特原油价格较 20 年底涨幅达 51%。在此背景下, 公司前三季度综合毛利率下降至 30% (同比-5.39pp)。21Q4 以来, 原材料价格及海运成本已有所回落, 叠加公司新签订单涨价效果逐渐显现, 预计 21 年全年毛利率将小幅回升至 31%, 22 年有望迅速恢复至 20 年水准, 预计 22/23 年毛利率分别为 33.4%/34.0%。

**(3) 费用端:** 出于国内市场及中小客户开拓需要, 预计公司未来销售支出将小幅提升, 21/22/23 年分别达 1.2%/1.4%/1.4%。规模效应驱动下, 预计 21/22/23 年管理费用率有所下行, 分别为 8.0%/7.8%/7.6%。预计研发费用率稳定在 3.9%。

综上, 随着新签订单提价+原料、海运成本回归, 叠加产能释放, 公司盈利水平将迅速得到修复。预计 21-23 年归母净利润分别为 1.6/2.5/3.3 亿元, 同比-1.6%/55.8%/30.1%。

#### 分业务板块来看:

**(1) 化妆品活性成分及其原料业务:** 为公司核心业务板块, 公司已逐步成长为世界领先的防晒剂生产龙头, 并与客户建立了长期稳定的合作关系。预计未来受益于下游需求扩张, 产品单价将稳中有升。此外, 随着生产基地的落成, 预计销量将

迎来较为明显扩张。2022/2023 年收入增速为 46%/26%，保持较快增长。

**(2) 合成香料业务:** 得益于亚洲市场的较快增长，公司产品下游需求亦水涨船高，产品单价稳步提升，带动产品毛利率高增。预计随着生产基地的落成，公司合成香料产品矩阵将被进一步优化，产能或将迎来进一步释放。预计 2022/2023 年收入增速为 35%/21%，保持中高速增长。

**表 10：科思股份驱动因素拆分（单位：百万元）**

按业务拆分（百万元）	2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>化妆品活性成分及其原料业务</b>	<b>651.6</b>	<b>711.5</b>	<b>1037.3</b>	<b>1307.0</b>
YOY	-19.4%	9.2%	45.8%	26.0%
收入占比	64.6%	65.5%	67.8%	69.0%
销量（吨）	10107	10713.9	14463.8	17356.5
YOY	-28.2%	6%	35%	20%
单价（元/吨）	6.4	6.6	7.2	7.5
YOY	12.3%	3.0%	8.0%	5.0%
毛利率	35.4%	32.5%	35.0%	35.5%
<b>合成香料业务</b>	<b>317.0</b>	<b>339.6</b>	<b>458.4</b>	<b>553.5</b>
YOY	30.7%	7.1%	35.0%	20.8%
收入占比	31.4%	31.3%	29.9%	29.2%
销量（吨）	5594.5	5818.2	7272.8	8363.7
YOY	30.5%	4%	25%	15%
单价（元/吨）	5.7	5.8	6.3	6.6
YOY	0.2%	3.0%	8.0%	5.0%
毛利率	31.2%	30.0%	31.5%	32.0%
<b>其他业务收入</b>	<b>39.8</b>	<b>35.00</b>	<b>35.00</b>	<b>35.00</b>
YOY	-19.3%	-12.1%	0.0%	0.0%
收入占比	3.9%	3.2%	2.3%	1.8%
毛利率	7.6%	9%	9%	9%
<b>总收入</b>	<b>1008.5</b>	<b>1086.0</b>	<b>1530.7</b>	<b>1895.6</b>
YOY	-8.4%	7.7%	40.9%	23.8%
毛利率	33.0%	31.0%	33.4%	34.0%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

## 6.2 估值分析

考虑到公司兼具防晒剂与合成香料两大主营业务，选取日化行业代工龙头嘉亨家化、香精香料制造业的华宝股份和赞宇科技作为可比公司。1) 日化行业：嘉亨家化是国内领先的日化产品 OEM/ODM 及塑料包装容器生产企业，品控能力卓越，与强生，壳牌，上海家化等核心客户合作稳定，22 年 PE 为 33X。2) 香精香料行业：华宝股份是中国香精行业龙头，品牌势能强大，产品开发生产实力出众，22 年 PE 为 44X。赞宇科技是专业从事日用化工、表面活性剂等领域研发生产的高新技术公司，22 年 PE 为 41X。结合同业情况，公司 22 年 PE 应为 40X 左右。当前公司市值 66 亿元，预计 21、22 年归母净利润为 1.6、2.5 亿元，对应 PE 仅 41、26X。

**表 11：可比公司盈利预测及估值（亿元）**

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	归母净利（亿元）				归母净利 YOY				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300856.SZ	科思股份*	66.4	1.63	1.61	2.51	3.26	6.3%	-2%	56%	30%	41	41	26	20
300955.SZ	嘉亨家化	33.1	0.93	0.86	1.01	1.25	48%	-8%	17%	24%	35	38	33	26
300741.SZ	华宝股份	340.8	11.80	5.39	7.72	10.24	-4%	-54%	43%	33%	29	63	44	33
002637.SZ	赞宇科技	80.5	3.45	1.65	1.97	10.53	-3%	-52%	19%	435%	23	49	41	8
	平均										29	50	39	22

注：标\*为浙商证券研究所预测，其余为 Wind 一致性预测

### 6.3 投资建议

综上,公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一,凭借完整工艺流程线和严格的品质管理,深度绑定国际大客户,持续受益于防晒品行业高景气红利。公司合成香料产品在国际市场也具备相当竞争力。21年受疫情反复及原材料成本、海运费上涨影响,估值处于低位。短期来看,公司已进入新一轮涨价通道,业绩有望快速修复,叠加募投产能放量,预计22-23年收入及利润均将实现高速增长。中长期来看,美白、保湿等横向业务扩展将为公司打开新一轮增长曲线。

预计2021/22/23年公司收入分别为10.9/15.3/19.0亿元,同比增长7.7%/40.9%/23.8%;归母净利分别为1.6/2.5/3.3亿元,同比-1.6%/55.8%/30.1%,当前市值对应PE为41/26/20X。公司在日化生产领域竞争优势明显,具备长足增长潜力,值得重点关注,当前估值较同业存在一定提升空间,首次覆盖给予“买入”评级。

### 7.风险提示

**1) 客户集中度较高的风险。**公司主要客户为帝斯曼、拜尔斯道夫、德之馨等国际知名日化龙头公司,客户集中度较高,且与其中部分公司存在市场直接竞争关系。若因市场竞争加剧等因素,与主要客户合作出现分歧,公司业务收入会随之受到较大影响。

**2) 原材料价格波动的风险。**精细化工行业的原材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,并且在精细化工行业的成本中占比较高,因此若国际石油市场出现较大震荡,原材料价格的拉升将对公司经营造成一定冲击。此外,海运费等变化也可导致原料价格波动。

**3) 项目投产不及预期的风险。**公司未来新工艺/新品类拓展由于研发进度、资质认证、环保审查等因素导致无法落地,公司产品订单释放将受到影响,进而影响公司业务收入。

**4) 政策变化、国际市场风险。**公司境外销售收入占比高,若未来我国相关产品出口政策、产品进口国或地区进口政策、国际宏观经济环境等发生变化,将对公司产品出口带来一定影响。

**5) 疫情加剧、疫情反复的风险。**目前境外疫情尚未得到控制,境内疫情区域反复,公司积极采取措施,疫情尚未造成较大影响。但若疫情加剧或长时间得不到控制,将对公司经营造成不利影响。

**6) 生产安全风险。**部分存货属于危险化学品,在运输、储存、生产环节存在发生危险化学品事故的风险。若出现管理不善、操作不当以及自然灾害等原因而造成意外安全事故,将影响生产经营的正常进行。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>流动资产</b>	<b>1039</b>	<b>1200</b>	<b>1486</b>	<b>1832</b>
现金	122	244	693	1095
交易性金融资产	492	520	200	0
应收账款	139	126	180	236
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	5	6	8	10
存货	251	278	379	464
其他	29	25	25	27
<b>非流动资产</b>	<b>640</b>	<b>669</b>	<b>698</b>	<b>739</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	544	556	573	610
无形资产	46	51	51	53
在建工程	15	28	34	34
其他	36	35	40	42
<b>资产总计</b>	<b>1679</b>	<b>1870</b>	<b>2184</b>	<b>2572</b>
<b>流动负债</b>	<b>190</b>	<b>216</b>	<b>280</b>	<b>342</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	146	170	224	277
预收账款	0	5	4	4
其他	44	40	52	61
<b>非流动负债</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	14	18	17	16
<b>负债合计</b>	<b>204</b>	<b>234</b>	<b>297</b>	<b>359</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1475	1636	1887	2213
<b>负债和股东权益</b>	<b>1679</b>	<b>1870</b>	<b>2184</b>	<b>2572</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>166</b>	<b>226</b>	<b>208</b>	<b>298</b>
净利润	163	161	251	326
折旧摊销	53	39	42	46
财务费用	17	8	13	12
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(61)	43	10	3
其它	(3)	(22)	(105)	(88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(647)</b>	<b>(96)</b>	<b>254</b>	<b>116</b>
资本支出	(116)	(63)	(64)	(82)
长期投资	0	0	0	0
其他	(531)	(33)	319	198
<b>筹资活动现金流</b>	<b>518</b>	<b>(8)</b>	<b>(13)</b>	<b>(13)</b>
短期借款	(247)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	765	(8)	(13)	(13)
<b>现金净增加额</b>	<b>37</b>	<b>122</b>	<b>449</b>	<b>401</b>

资料来源: 浙商证券研究所

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>营业收入</b>	<b>1008</b>	<b>1086</b>	<b>1531</b>	<b>1896</b>
营业成本	676	750	1020	1251
营业税金及附加	8	8	12	15
营业费用	9	13	21	27
管理费用	74	87	119	144
研发费用	39	42	60	74
财务费用	17	8	13	12
资产减值损失	2	1	2	2
公允价值变动损益	3	3	3	3
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	5	8	5	6
<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>190</b>	<b>294</b>	<b>382</b>
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>187</b>	<b>292</b>	<b>379</b>
所得税	29	26	41	53
<b>净利润</b>	<b>163</b>	<b>161</b>	<b>251</b>	<b>326</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>163</b>	<b>161</b>	<b>251</b>	<b>326</b>
EBITDA	245	225	331	421
EPS (最新摊薄)	1.45	1.43	2.22	2.89
<b>主要财务比率</b>				
	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.35%	7.69%	40.95%	23.83%
营业利润	7.31%	-2.75%	54.98%	29.85%
归属母公司净利润	6.35%	-1.55%	55.80%	30.13%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.98%	30.96%	33.36%	33.99%
净利率	16.21%	14.82%	16.38%	17.21%
ROE	16.18%	10.34%	14.23%	15.91%
ROIC	11.04%	9.79%	13.18%	14.57%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.13%	12.49%	13.61%	13.94%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.47	5.57	5.31	5.35
速动比率	4.15	4.28	3.95	4.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.61	0.76	0.80
应收帐款周转率	8.25	8.25	10.15	9.24
应付帐款周转率	4.34	4.74	5.17	4.99
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.45	1.43	2.22	2.89
每股经营现金	1.47	2.00	1.84	2.64
每股净资产	13.07	14.50	16.72	19.61
<b>估值比率</b>				
P/E	40.64	41.28	26.50	20.36
P/B	4.50	4.06	3.52	3.00
EV/EBITDA	22.64	26.13	17.36	13.17

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>