



Research and
Development Center

全球防晒剂龙头原料商，产能扩张及品类延展助增长

—科思股份（300856.SZ）深度报告

2022年1月22日

汲肖飞 服装轻工首席
分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

张燕生 化工行业首席
分析师

S1500517050001

zhangyansheng@cinda
asc.com

洪英东 化工行业分析师

S1500520080002

hongyingdong@cindasc.com

李媛媛 研究助理

电话：18516582264

liyuan1@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

科思股份 (300856.SZ)

投资评级 买入

首次覆盖



公司主要数据

收盘价 (元)	53.15
52 周内股价波动区间(元)	38.69-64.46
最近一月涨跌幅(%)	-4.8
总股本(亿股)	1.13
流通 A 股比例(%)	34.4
总市值(亿元)	60

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

全球防晒剂龙头原料商，产能扩张及品类延展助增长

2022 年 1 月 22 日

本期内容提要：

- ◆**防晒剂龙头原料厂家，布局合成香料市场。**公司成立于 2000 年，专注于防晒剂等化妆品活性成分及原料和合成香料产品研发生产及销售，是全球领先防晒剂原料龙头供应商。2020 年公司化妆品活性成分及原料收入 6.5 亿元，占比 65%，包括阿伏苯宗、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；合成香料收入 3.2 亿元，占比 31%，包括铃兰醛、合成茴脑等。公司实际控制人为周久京、周旭明父子，持有公司 61.5% 股份，股权较为集中，核心员工通过员工持股平台持有公司股份，员工激励到位。2020 年公司实现收入、归母净利润分别为 10.1 亿元、1.6 亿元，17-20 年复合增速分别为 12.3%、55.9%，受疫情影响 21 年前三季度收入、业绩分别下滑 2.5%、5.9%。
- ◆**全球防晒市场平稳增长，亚洲成为合成香料市场增长重要推动力。**防晒剂市场方面：1) 根据欧睿数据，2020 年全球防晒产品市场规模为 108 亿美元，受疫情冲击同降 9.8%，06-20 年复合增速为 2.8%，其中中国市场同期以 11.6% 复合增速呈现高景气度；未来美白抗衰诉求深入人心将推动防晒市场发展，相比于美国市场防晒产品 9.9% 渗透率（防晒/护肤品市场规模），中国仅 5.3%，未来提升可期；2) 科思股份 19 年防晒剂原料以 27.9% 份额领先市场（销量视角），与国际综合化工龙头企业巴斯夫、德之馨等竞争。合成香料市场方面：1) 根据 LEFFINGWELL&ASSOCIATES 数据，21 年全球香料香精市场规模预计 299 亿美元，11-17 年复合增速为 3.2%，亚太地区景气度高于全球其他市场；2) 欧美等厂家垄断全球香料香精市场，根据 IAL CONSULTANTS 数据，17 年前五大厂家份额为 61.5%，市场集中度较高；科思股份在铃兰醛、茴脑等细分产品上直面国际厂家竞争拥有一定份额，是国内少数收入体量过亿的香料厂家。
- ◆**持续研发创新、严格生产标准、深度国际大客户合作以及丰富产品结构构筑竞争优势。**我们认为，公司拥有较强竞争优势，有助于持续稳定细分市场地位，同时助力新领域延展，具体而言：1) 拥有多项自主研发技术，实现核心产品高产率、低物耗、低三废排放，同时产品生产标准满足美国 FDA 现场审核及欧盟化妆品原料规范认证；2) 与国际头部化学品及化妆品公司建立深度合作，包括帝斯曼、亚什兰、德之馨、拜尔斯道夫、强生、欧莱雅等，前五大客户收入占比超过 60%，合作稳定；3) 拥有丰富防晒剂产品矩阵，覆盖 UVA/UVB 全部波段，其中美国 FDA 批准的 14 种产品中公司覆盖 6 种，同时是合成香料铃兰醛具备规模化生产能力的全球三大厂商之一。
- ◆**短期收入业绩反弹可期，中期产能落地有望持续贡献订单，长期产品品类及客户延展打开新天花板。**受疫情影响，公司 20 年以来业绩处于低谷，未来修复可期，具体来看：1) 公司依托合成香料及国内客户延展逐步走出困境，21Q3 收入已恢复增长，同时新一轮价格谈判有望对冲上游原材料及运费上涨压力；2) 公司募集资金新建产能 1.75 万吨/年，其中阿伏苯宗、辛基三嗪酮等产品均已投料试生产，建成产能为 1.7 万吨/年，预计可较快为公司贡献收入；3) 20 年以来国内化妆品行业新规出台，行业监管加严，有助于优质龙头原料厂家扩展内销客户；4) 其四，公司计划扩展美白等其他化妆品活性成分，丰富品类布局，同时与政府合作高端个人护理及合成香料项目，其中安庆高新技术产业开发区合作项目计划投资约 30 亿元，设计产能 9.5 万吨/年，产值规模达 43 亿元，打开远期天花板可期。

◆**盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 10.6 亿元、14.6 亿元、17.8 亿元,同增分别为 4.7%、38.3%、22.2%,归母净利润分别为 1.6 亿元、2.5 亿元、3.2 亿元,同增分别为-2.5%、57.6%、26.9%,根据 2022 年 1 月 21 日收盘价,公司对应 PE 分别为 38 倍、24 倍、19 倍。公司作为全球防晒剂原料龙头厂家,短期业绩修复可期,中长期受益于产能扩张落地、内销打开、品类延展等有望实现稳健增长,我们看好公司未来发展,首次覆盖,给予“买入”评级。

◆**风险因素:**全球防晒剂市场终端景气度下行;行业竞争加剧导致新投放产能订单不达预期;新订单涨价不及预期导致无法对冲成本上行压力。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,100	1,008	1,056	1,460	1,784
增长率 YoY %	13.2%	-8.4%	4.7%	38.3%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	154	163	159	251	319
增长率 YoY%	77.2%	6.3%	-2.5%	57.6%	26.9%
毛利率%	30.8%	33.0%	28.8%	31.5%	32.7%
净资产收益率ROE%	28.2%	11.1%	9.8%	13.3%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	1.82	1.70	1.41	2.22	2.82
市盈率 P/E(倍)	0.00	32.19	37.65	23.89	18.83
市净率 P/B(倍)	0.00	4.18	3.67	3.18	2.72

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为 2022 年 1 月 21 日收盘价

目录

投资聚焦	6
公司概况：全球防晒剂原料龙头厂家	7
1.1 基本概况：防晒剂龙头原料厂家，深耕行业二十余年.....	7
1.2 财务分析：疫情冲击影响短期业绩，17 年以来净利率有所提升.....	10
1.3 业务分析：防晒剂销售为主，外销占比高.....	12
行业分析：防晒剂及合成香料市场稳健增长，科思细分领域份额领先	14
2.1 防晒剂市场：中国防晒市场呈较高景气度，科思为全球领先原料龙头.....	14
2.3 合成香料市场：亚洲市场具备增长潜力，行业集中度较高.....	20
竞争优势：持续研发创新、深度客户合作、丰富产品线构筑壁垒	22
3.1 研发生产：高研发投入，严生产标准，为持续产品创新奠定扎实基础.....	22
3.2 客户优势：国际知名大客户，拥有深度合作客户基础.....	23
3.3 产品优势：丰富产品矩阵，满足全球客户需求.....	25
未来看点：短期业绩修复，中长期产能释放、品类延展助增长	26
4.1 21Q3 收入增长修复，新一轮价格谈判有望带动利润率回升.....	26
4.2 产能扩张逐步落地，带动收入增长可期.....	26
4.3 化妆品新规助力国内客户延展，内销有望获得新突破.....	28
4.4 扩展新品类，打开远期天花板.....	29
盈利预测、估值与投资评级	30
5.1 盈利预测.....	30
5.2 估值与投资评级.....	31
风险因素	32

表目录

表 1：公司销售重点产品用途及销售占比情况.....	7
表 2：公司高管背景及履历（截止 2021 年 6 月）.....	9
表 3：公司上市前员工持股平台情况.....	10
表 4：公司 2017-2021 年前三季度 ROE 变化及分析.....	12
表 5：UVA 与 UVB 在防晒领域的区别.....	15
表 6：国内常见防晒剂分类.....	15
表 7：近年来市场上爆款防晒产品情况.....	17
表 8：公司防晒剂领域主要竞争对手情况.....	19
表 9：公司香料香精领域全球竞争对手情况.....	22
表 10：公司核心技术布局情况.....	22
表 11：公司长期稳定合作的国际大客户情况.....	23
表 12：公司 2017-2019 年前五大客户合作金额情况.....	24
表 13：公司募投项目扩产能布局情况.....	27
表 14：公司募投项目经济效益评估情况.....	28
表 15：安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目情况.....	30
表 16：公司与政府合作协议项目情况.....	30
表 17：公司收入成本预测（单位：百万元）.....	31
表 18：公司可比公司估值情况.....	31

图目录

图 1：公司主要发展历程.....	8
图 2：公司股权结构（截止 21Q3）.....	9
图 3：公司 2017-21 年前三季度收入及增长情况（亿元）.....	10
图 4：公司 2017-21 年前三季度归母净利润及增长情况（亿元）.....	10
图 5：公司 2017-21 年前三季度毛利率及归母净利润率.....	11
图 6：公司 2017-21 年前三季度期间费用率情况.....	11
图 7：2017 年-21H1 管理费明细拆分.....	11
图 8：2017 年-21H1 销售费率明细拆分.....	11
图 9：公司货币资金与交易性金融资产及经营性现金流净额情况.....	12
图 10：公司现金周期情况（单位：天）.....	12
图 11：公司 2017-2021H1 分产品类型收入（百万）.....	13
图 12：公司 2017-2021H1 分产品类型毛利率.....	13
图 13：公司 2017-2020 年分产品类型销量（吨）.....	13
图 14：公司 2017-2020 年分产品类型出厂价（元/kg）.....	13
图 15：公司 2017-2021H1 内外销收入及增速（百万）.....	14
图 16：公司 2017-2019 年外销地区收入情况（百万）.....	14
图 17：公司 2017-2019 年直营及经销收入及增速（百万）.....	14

图 18: 公司 2017-2019 年直营及经销渠道占比情况.....	14
图 19: 防晒剂涉及相关产业链环节.....	15
图 20: 化妆品原料分类.....	15
图 21: 全球防晒化妆品市场规模及增速.....	16
图 22: 2018 年全球防晒产品市场结构情况.....	16
图 23: 全球不同地区防晒市场销量情况 (吨)	16
图 24: 中国防晒化妆品市场规模及增速.....	16
图 25: 美白、抗衰、保湿等成为护肤品核心诉求.....	17
图 26: 中外防晒产品渗透率对比.....	17
图 27: 添加防晒成分的其他类型护肤品产品.....	18
图 28: 2020 年全球防晒产品市场品牌集团竞争格局情况 (%)	19
图 29: 2020 年中国防晒产品市场品牌集团竞争格局情况 (%)	19
图 30: 科思股份全球防晒剂原料市场市场份额情况 (销量视角)	19
图 31: 香料香精产业链情况.....	20
图 32: 全球香料香精市场规模及增速 (亿美元)	20
图 33: 全球香料香精市场结构.....	20
图 34: 中国香料香精市场规模及增速 (亿元)	21
图 35: 中国香料香精产量及增速 (万吨)	21
图 36: 不同市场香料香精市场规模及复合增速预测.....	21
图 37: 2017 年全球香料香精市场竞争格局.....	21
图 38: 公司 2017-21 年前三季度研发投入及收入占比 (百万)	23
图 39: 公司 2017 年至今研发人员数量及占比情况.....	23
图 40: 帝斯曼 2017-2020 年贡献收入及占比 (亿元)	24
图 41: P-S/P-M 两款产品 2017-2019 年销售金额 (百万)	24
图 42: 帝斯曼 2017-2019 年重点采购产品价格与其他客户差异.....	25
图 43: 公司化妆品活性成分销售收入占比.....	25
图 44: 公司化妆品活性成分毛利率情况 (%)	25
图 45: 公司重点合成香料产品销售收入占比.....	26
图 46: 公司重点合成香料产品毛利率情况 (%)	26
图 47: 公司分季度收入及增速情况 (百万)	26
图 48: 公司分季度毛利率及变动情况.....	26
图 49: 公司分品类产能利用率情况.....	27
图 50: 公司阿伏苯宗产能利用率情况.....	27
图 51: 化妆品行业部分监管文件示例.....	28
图 52: 化妆品行业原料监管示例.....	29
图 53: 公司 2017-2021H1 内销收入占比情况.....	29

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是：

公司具备扎实研发生产、丰富产品线以及深度客户合作优势，有助于在竞争激烈市场中不断提升份额。市场未充分认识到公司的竞争优势，进而低估了公司未来在市场竞争中不断提升市场份额的可能性。我们认为，公司三大优势将助力未来份额提升：1) 持续不断研发创新能力以及符合美国 FDA 及欧盟化妆品原料认证的双重标准生产能力；2) 丰富的产品矩阵以满足全球客户的需求；3) 深度国际大客户合作，提供稳定订单亦可为其他客户延展提供背书。

公司短长期成长逻辑清晰，短期收入业绩反弹可期，中长期产能落地、品类扩充、客户延展有望打开成长天花板。市场认为全球防晒及合成香料市场低速平稳增长，进而低估了公司未来成长爆发力，我们认为公司短长期成长路径清晰，未来有望持续高于行业增长：1) 短期公司依托合成香料以及国内客户延展逐步走出困境，21Q3 收入恢复双位数增长，伴随防晒等订单逐步回暖，预计将获得持续改善，同时新一轮价格谈判有望对冲上游原材料及运费上涨压力，实现毛利率提升；2) 中长期公司新建 1.7 万吨/年的产能已投料生产，预计将逐步贡献收入，同时化妆品行业新规加严将有助于公司内销客户扩展，此外公司积极扩展美白等其他化妆品活性成分以及与政府合作高端个人护理等项目，品类将不断延展带来第二成长曲线，未来有望不断提升长期天花板。

公司概况：全球防晒剂原料龙头厂家

1.1 基本概况：防晒剂龙头原料厂家，深耕行业二十余年

老牌国货化妆品集团，拥有多品牌布局。公司成立于 2000 年，专注于日用化学品原料的研发、生产和销售，产品覆盖防晒剂等化妆品活性成分及原料以及合成香料等。公司进入国际主流市场体系，防晒剂等化妆品活性成分 2020 年实现营收 6.52 亿元，占比公司收入 65%，主要产品包括阿伏苯宗、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 等，主要客户包括蒂斯曼、亚什兰、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业化学品公司；合成香料 2020 年实现营收 3.17 亿元，占比公司收入 31%，主要产品为铃兰醛、合成茴脑、对甲氧基苯甲醛等，主要客户包括包括德之馨、奇华顿、芬美意、高露洁等全球知名香料香精公司和个人护理品公司。

表 1：公司销售重点产品用途及销售占比情况

产品名称	基本介绍	主要用途	19 年营收占比	
化妆品活性成分及原料	阿伏苯宗	紫外线 UVA 防晒剂，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	18.7%
	对甲氧基肉桂酸异辛酯	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	配制防晒霜、膏、乳液等护肤化妆品，能有效地吸收阳光中的紫外线，防止人体皮肤晒红、晒伤、晒黑，也是光感皮炎的治疗药物	15.0%
	原膜散酯	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，降低在阳光下暴露造成的长期有害影响	14.0%
	奥克立林	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	经常搭配其他防晒剂一起使用，能达到较高的 SPF 防晒指数	10.5%
	水杨酸异辛酯	较弱的紫外线 UVB 防晒剂，可以吸收 UVB 280~320 波段，相对于其他大多数防晒剂较安全，毒性较小， 而且廉价	作为 UVB 吸收剂使用于防晒化妆品中	8.1%
	P-S	新型广谱紫外线吸收剂， 能同时吸收 UVA 和 UVB ，具有 脂溶性 和较高的光稳定性。同时具有强紫外线吸收性和高耐热性，但能够吸收一部分可见光，易使制品泛黄。	与其他化学防晒剂搭配使用，能显著增加其 SPF 值	8.8%
合成香料	铃兰醛	是一种无色或淡黄色油状液体，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	9.7%
	合成茴脑	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，在牙膏和含漱液中也广泛使用，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。	6.9%
	对甲氧基苯甲醛	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；可与香豆素、大茴香醛、洋茉莉醛共用于皂用薰衣草、香薇、素心兰、新刈草型中；可微量用于杏仁、香荚兰豆香型的食用香精中，还可少量用于烟草香精中。	4.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心(加粗为中国、美国 FDA 双认证防晒剂产品)

我们认为公司发展可大致分为如下阶段：

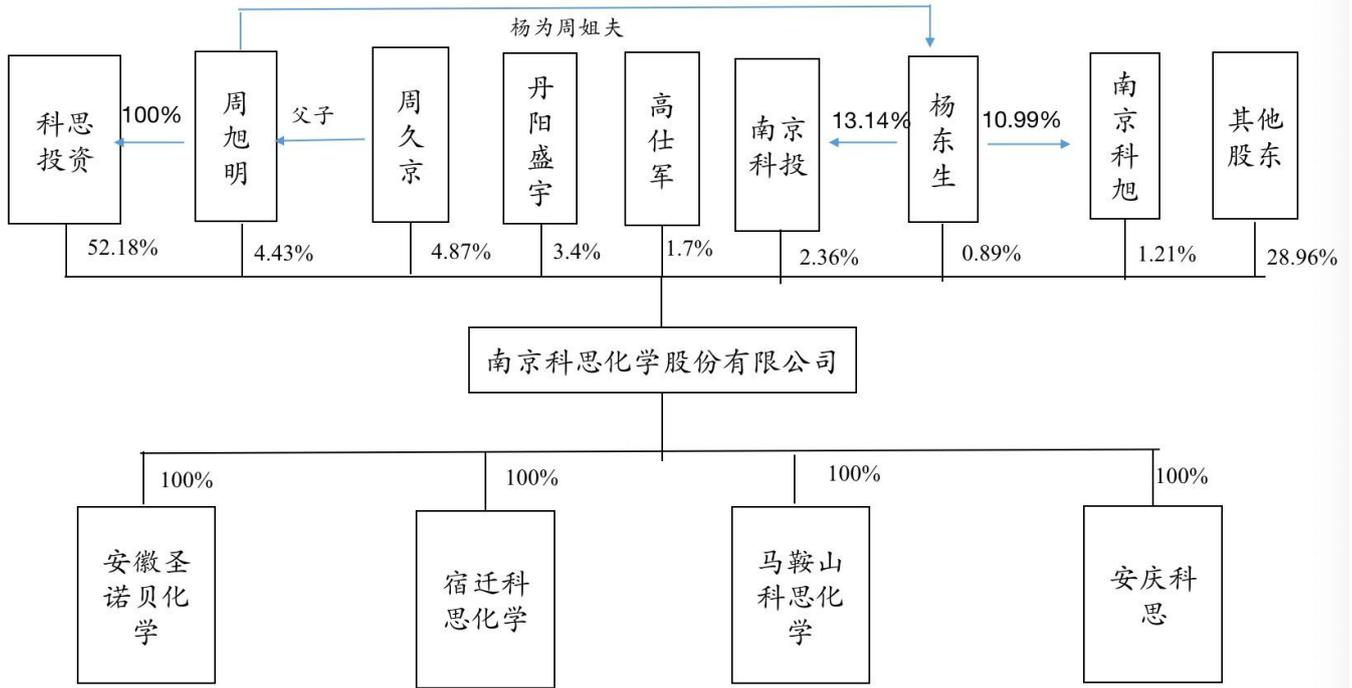
- 1) 2000-2008年，公司初创并开始投产。公司于2000年成立，相继建成南京生产基地、宿迁杰科化学基地、宿迁科思化学基地等并逐步进行投产，主要从事化妆品活性成分及其原料、合成香料的生产与销售；
- 2) 2009-2013年，进入高速投产阶段，技术得到认证。公司生产基地不断发展和完成，从2009年宿迁科思化学建成第一个GMP车间，到2013年安徽圣诺通过GMP体系认证，公司从单个车间研发到工业化生产体系发展；2010年公司获得国家高新技术企业认证；
- 3) 2014-2016年，规模扩张创造可观营收。公司前期投产为公司快速发展奠定了基础，2015年公司销售额突破5亿元；2016年公司改组股份公司，同年在新三板成功挂牌；
- 4) 2017-2020年，创业板上市。2017年公司启动转板计划并于2020年创业板上市；技术优势提高产品竞争力，市场份额不断提升，2020年销售额突破10亿人民币。

图1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

实际控制人为周氏父子，股权集中。公司实际控制人为周久京、周旭明父子，两人合计直接持有公司9.3%股份，周旭明通过科思投资间接持有公司52.18%股份，两人合计持有公司61.48%股份，公司实际控制人持股比例高，掌控力较强。

图 2：公司股权结构（截止 21Q3）


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

核心高管团队从业经验丰富，股权激励激发团队活力。公司核心高管团队大部分拥有多年从业经验。公司设立南京科投、南京科旭和南京敏思作为员工股权激励平台，其中南京科投于 2016 年 8 月以 3.2 元/股价格出资 851.20 万元认购公司 266 万股股份，持股比例为 2.36%，覆盖 13 名高级管理人员及核心员工；南京科旭、南京敏思于 2017 年 6 月以 11.50 元/股价格分别出资 1569.75 万元、730.25 万元认购公司 136.50 万股股份及 63.50 万股股份，分别持股 1.21%、0.75%，分别覆盖 36 名和 19 名高管及核心员工，上市前合计持有公司 4.32% 股份，核心员工获得激励。

表 2：公司高管背景及履历（截止 2021 年 6 月）

姓名	出生年份	职位	从业履历
周旭明	1973	董事长	历任江苏省石油化学工业厅进出口办公室、台湾恒桥化工有限公司总经理、南京联侨生物科技有限公司总经理、副董事长；2011 年 11 月至今担任南京科思投资发展有限公司执行董事；2011 年 12 月至今担任公司董事长
杨军	1978	董事、总裁	历任中国石化扬子石油化工有限公司生产技术员和销售员，2003 年 8 月至今先后担任公司业务经理、营销总监、副总经理、总经理、总裁；2012 年 7 月至今担任公司董事
杨东生	1967	董事、副总裁	历任宿迁杰科监事、宿迁科思董事长、副总经理、安徽圣诺贝总经理、副董事长、马鞍山圣诺贝董事长、总经理；2011 年 12 月至今担任安徽圣诺贝执行董事；2012 年 7 月至今担任公司董事；2018 年 1 月至今担任公司副总裁；2017 年 10 月至今担任宿迁科思、宿迁杰科执行董事
夏露霞	1976	董事、内审部总监	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 月至今担任公司董事、内审部总监，同时兼任南京敏思执行事务合伙人
曹晓如	1983	董事、董事会秘书	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监事；2016 年 5 月担任公司董事会秘书；2018 年 2 月至今担任公司董事
陶龙明	1971	副总裁	历任东莞新科磁电制品厂科长、南京三隆包装有限公司副总经理；2018 年 6 月至今担任公司副总裁

孟海斌	1977	财务总监	历任南京三隆包装有限公司财务主管、深圳市东冠包装印刷纸品有限公司顾总经理；2018年6月至今担任公司财务总监
葛建军	1966	总裁助理、产品发展部总监	历任安徽省淮南市第二制药厂氟派酸分厂厂长、安徽省淮南煤化工研究所企业管理科科长、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月至今担任公司总裁助理、产品发展部总监
刘启发	1974	研发中心总监兼高级研发工程师	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；2013年至今担任公司研发中信高级研发工程师、研发副总监；2013年获得宿迁市科学技术一等奖、2014年获得江苏省科学技术三等奖

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：公司上市前员工持股平台情况

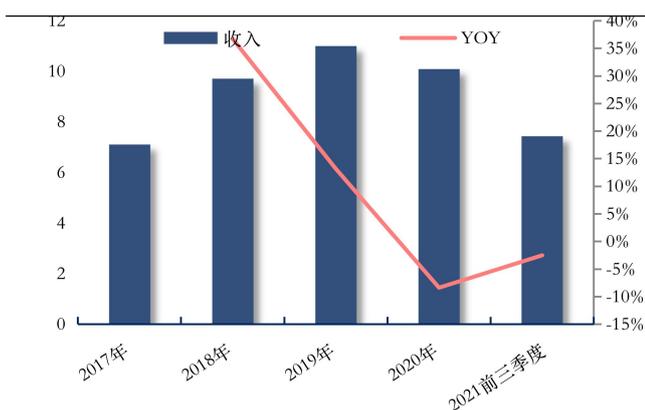
日期	持股平台	覆盖人数	授予价格 (元/股)	认购资金 (万元)	股份占比
2016年8月	南京科投	13	3.2	851.2	2.36%
2017年6月	南京科旭	36	11.5	1569.75	1.21%
2017年6月	南京敏思	19	11.5	730.25	0.75%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务分析：疫情冲击影响短期业绩，17年以来净利率有所提升

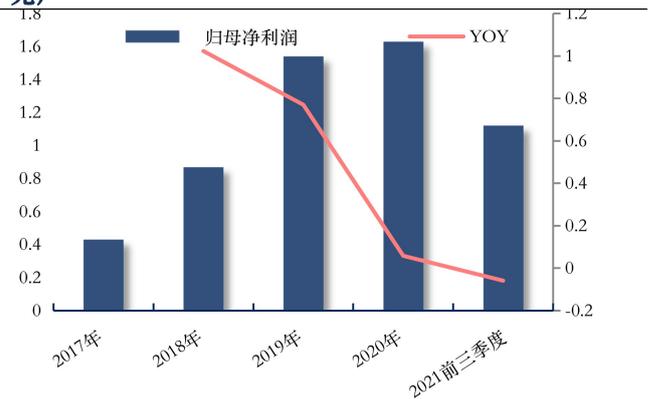
受疫情冲击影响逐步减弱，业绩整体维持高复合增速。公司20年收入、归母净利润分别为10.08亿元、1.63亿元，同比增速分别为-8.4%、5.8%，17-20年复合增速分别为12.34%、55.92%。20年受疫情冲击，全球防晒需求有所下降影响公司收入增长，得益于产品提价、规模效应等因素公司净利率提升业绩维持正增长。21年前三季度公司收入及归母净利润增速分别为-2.49%、-5.88%，21年需求仍受疫情冲击，同时原材料及海运运费上涨等因素影响净利润增长。

图 3：公司 2017-21 年前三季度收入及增长情况 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司 2017-21 年前三季度归母净利润及增长情况 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

得益于毛利率提升，归母净利率快速提升。公司20年归母净利率16.2%，17年以来归母净利率提升10.2pct，主要由于：1) 受益于产品出厂价提升及规模效应等因素，公司毛利率逐步提升，20年毛利率为33.0%，较17年提升9.9pct；2) 受益于规模效应，公司期间费用率下降2.8pct。21年前三季度公司归母净利率为15.0%，较上年同期略降，

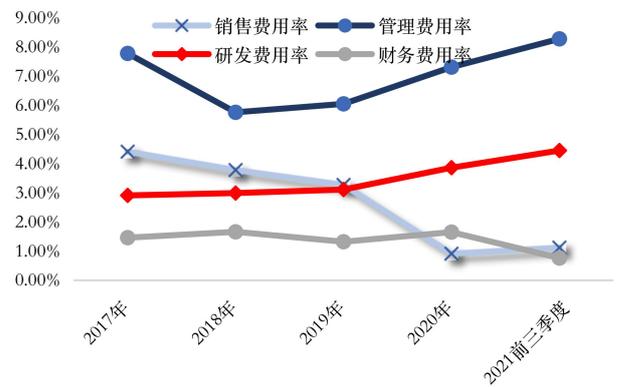
主要系二季度以来受原材料以及海运运费价格上涨等因素影响，公司毛利率有所下降，同时影响到公司归母净利率，未来公司将积极与客户协商对冲成本压力。

图 5：公司 2017-21 年前三季度毛利率及归母净利率



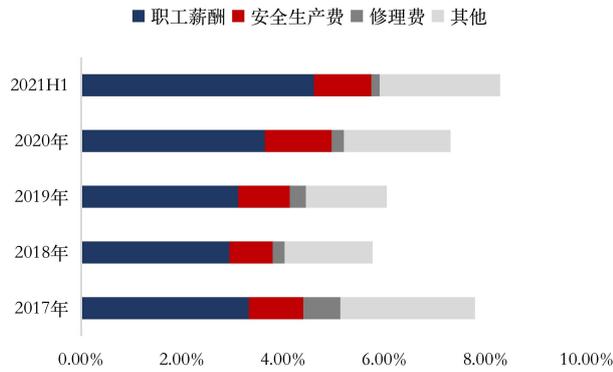
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：公司 2017-21 年前三季度期间费用率情况



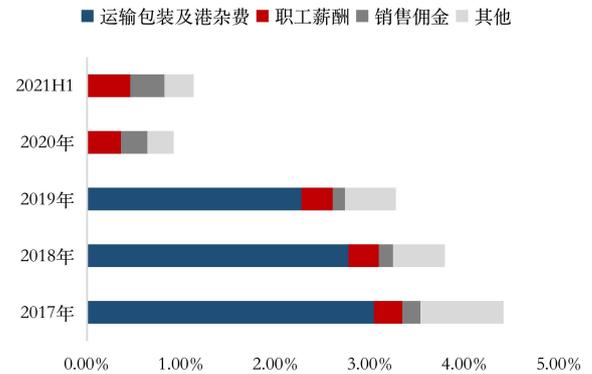
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2017 年-21H1 管理费率明细拆分



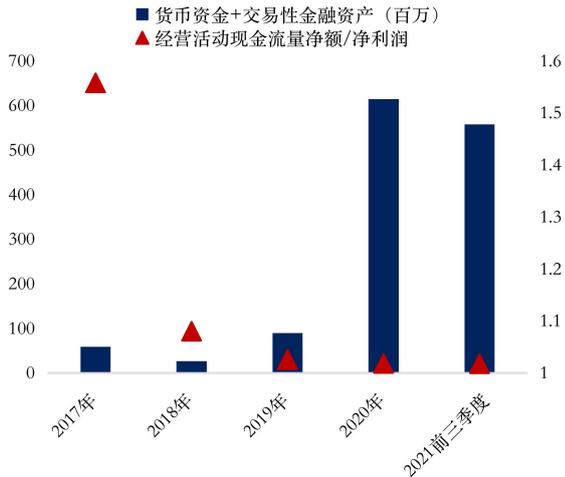
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2017 年-21H1 销售费率明细拆分

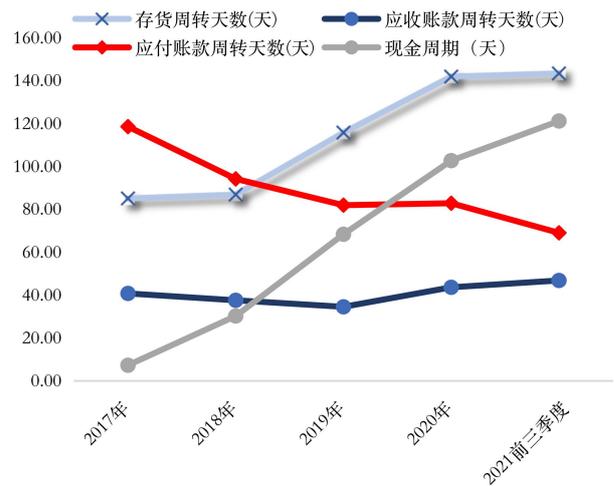


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

满足客户安全库存存货周转天数增长影响现金周期。现金创造能力方面，20 年经营活动现金流净额与归母净利润比重维持 1 以上，整体现金创造能力较佳；截止 21 年前三季度，公司货币资金与交易性金融资产合计 5.58 亿元，现金储备较为充分。现金周期方面，公司存货周转天数有所提升，截止 21 年前三季度为 121 天，主要为保障客户安全库存提升库存；应收账款账期稳定，现金周期受存货周转影响有所提升，截止 21 年前三季度为 143 天。

图 9：公司货币资金与交易性金融资产及经营性现金流净额情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司现金周期情况（单位：天）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

上市融资带动净资产收益率近年有所下降，未来收入增长有望提升 ROE。公司 2020 年以来 ROE 有所下降，主要由于上市融资后带动总资产周转效率有所下降。公司产能积极投放，未来有望拉动收入快速增长，改善净资产收益率。

表 4：公司 2017-2021 年前三季度 ROE 变化及分析

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	21 年前三季度
净资产收益率 (%)	13.99	23.29	32.08	16.18	7.34
销售净利率 (%)	6.02	8.93	13.97	16.21	15.03
资产周转率 (次)	0.94	1.13	1.15	0.75	0.43
权益乘数	2.48	2.32	1.99	1.34	1.12

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 业务分析：防晒剂销售为主，外销占比高

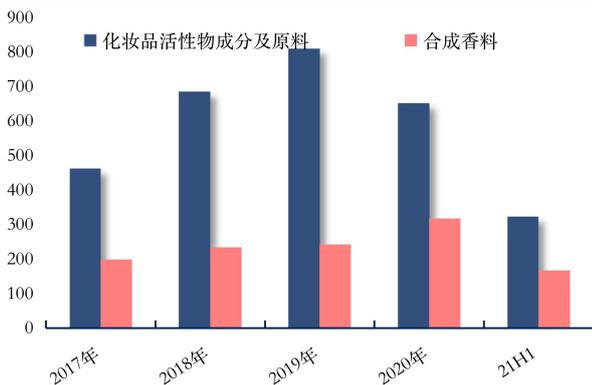
➤ 品类分析：防晒剂等化妆品活性成分销售为主，均价稳步提升

化妆品活性成分及原料贡献主要收入，近年受疫情冲击需求有所下降。公司销售产品分为两大类：1) 以防晒剂品类为主的化妆品活性成分及原料，包括阿伏苯宗(AVB)、奥克立林(OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯(OMC)、原膜散酯(HMS)、水杨酸异辛酯(OS)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S)等；2) 合成香料，包括铃兰醛(LLY)、2-茶乙酮(β -U80)、合成茴脑(AT)等。2020 年化妆品活性成分及原料收入 6.5 亿元，占比约 65%，同降 19.4%，主要受疫情冲击减少出行从而影响下游防晒等产品需求；17-20 年收入复合增速为 12.1%，主要受益于终端需求稳定且公司份额稳步提升。2020 年合成香料收入 3.2 亿元，占比约 31%，同增 31.0%，主要受疫情影响下游洗涤、消杀等产品需求旺盛；17-20 年收入复合增速为 17.0%，主要受益于公司稳步扩张客户网络提升份额。2021H1 公司化妆品活性成分及原料收入继续受疫情冲击同比下滑 16.1%至 3.2 亿元，合成香料收入同比持平为 1.7 亿元。总体而言，化妆品活性成分及原料贡献主要收入，近年受疫情冲击

需求有所下行。

各产品实现量价齐升，毛利率稳步提升。从量价维度，2020年公司化妆品活性成分及原料销量为1.01万吨，17-20年复合增速为-0.01%，均价为64.5元/kg，17-20年复合增速为12.7%，重点产品价格提升带动均价提升明显；2020年公司合成香料销量为0.56万吨，17-20年复合增速为8.3%，均价为56.7元/kg，17-20年复合增速为8.0%，实现量价齐升。毛利率方面，均价稳步提升带动各产品类型毛利率提升，2021H1化妆品活性成分及原料毛利率为36.2%，较17年提升11.5pct，合成香料毛利率为31.4%，较17年提升11.9pct，主要得益于出厂价提升幅度高于成本价格提升幅度。

图 11: 公司 2017-2021H1 分产品类型收入 (百万)



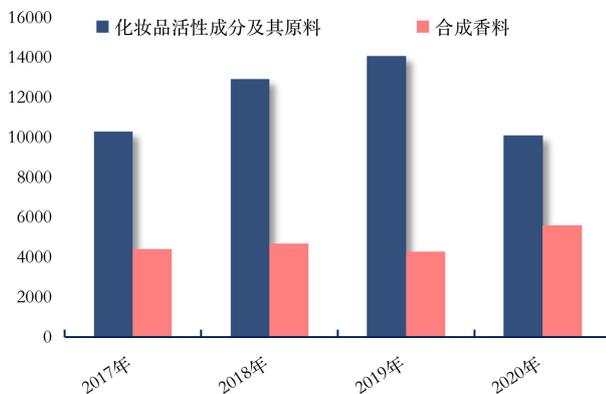
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 公司 2017-2021H1 分产品类型毛利率



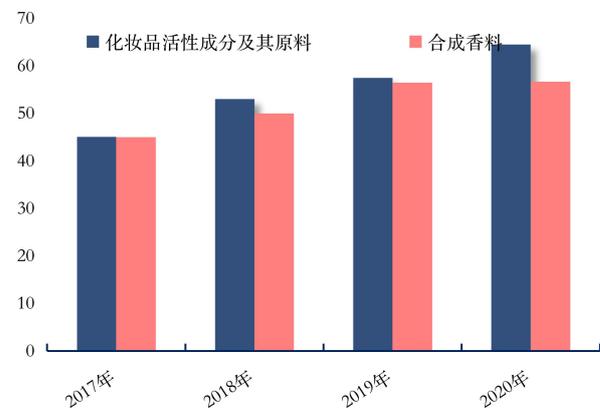
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 公司 2017-2020 年分产品类型销量 (吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

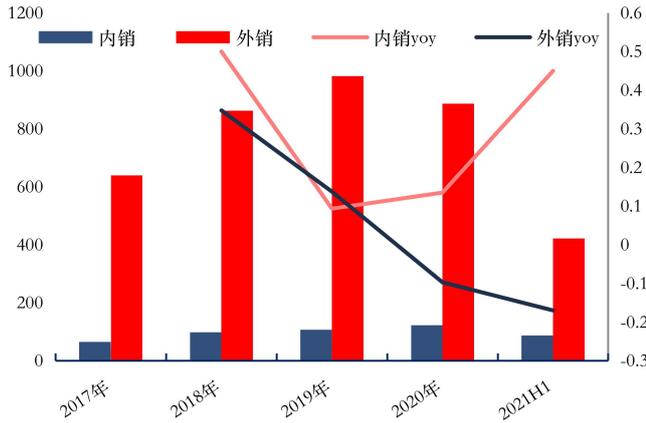
图 14: 公司 2017-2020 年分产品类型出厂价 (元/kg)



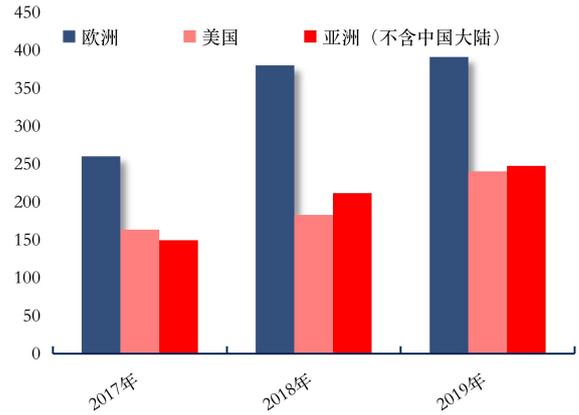
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

➤ 地区分析: 外销为主, 内销占比逐步提升

外销收入占比超八成, 内销近年来占比逐步提升。从地区分布看, 2021H1公司外销收入4.2亿元, 同降16.9%, 占比83%, 17-20年收入复合增速为11.5%, 受疫情影响海外收入20年开始出现下滑, 仍占主导; 2021H1公司内销收入为0.9亿元, 同增45.0%, 占比17%, 17-20年复合增速为23.1%, 得益于国内防晒等产品的需求稳定增长及公司国内客户的扩展, 内销呈现高景气度, 占比持续提升。从外销地区结构来看, 欧洲、美国及亚洲(不含中国大陆)为前三大市场, 2019年欧洲、美国、亚洲(不含中国大陆)收入占比分别为36%、22%、23%。

图 15: 公司 2017-2021H1 内外销收入及增速 (百万)


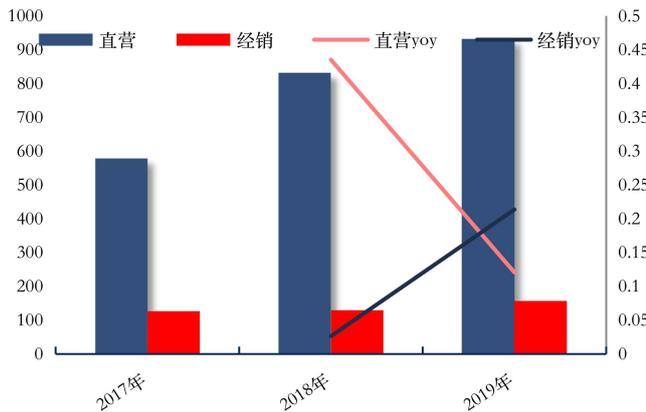
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 公司 2017-2019 年外销地区收入情况 (百万)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

➤ 渠道分析: 直营为主, 经销收入占比逐步下降

公司采用直营为主经销为辅销售模式, 2019 年直营主收入为 9.3 亿元, 占比 86%, 17-19 年复合增速为 27%, 客户合作稳定, 实现收入稳定增长; 2019 年经销收入为 1.6 亿元, 占比 14%, 17-19 年复合增速为 12%, 经销收入占比逐步下降。

图 17: 公司 2017-2019 年直营及经销收入及增速 (百万)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 公司 2017-2019 年直营及经销渠道占比情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业分析: 防晒剂及合成香料市场稳健增长, 科思细分领域份额领先

2.1 防晒剂市场: 中国防晒市场呈较高景气度, 科思为全球领先原料龙头

2.1.1 基础概念: 防晒剂作为特殊用途化妆品具备较严监管

防晒剂主要防止紫外线对皮肤损伤。防晒剂产品是指利用光的吸收、反射、散射等作用, 保护皮肤免受特定紫外线带来的伤害或保护产品本身而添加的物质。紫外线对皮肤损伤主要分为 UVA、UVB 两种不可见光, 其中 UVA 对皮肤损伤发现时间更早, 防晒领域应用较早, 属于长波紫外线, 波长 320-400nm, 具备较长穿透力可达真皮层, 易产生黑色素沉淀及皮肤光老化等负面影响; UVB 对皮肤损伤发现时间更晚, 属于中波紫外线, 波长 280-320nm, 穿透力较弱, 可达到表皮层, 但携带能量更高, 易产生晒伤及皮肤老化

等负面影响。

表 5: UVA 与 UVB 在防晒领域的区别

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

资料来源: 真魅博客, 信达证券研发中心

国内批准 27 种各具特色的防晒剂产品, 对使用剂量等严格要求。根据 2015 年版《化妆品安全技术规范》, 我国批准 27 种准用防晒剂产品, 对使用剂量等均有严格要求。根据防晒剂防晒原理, 防晒剂可分为物理防晒剂和化学防晒剂, 物理防晒剂通过紫外线反射或折射出去从而达到物理性屏蔽作用, 目前仅氧化锌、二氧化钛两种类型; 化学防晒剂通过吸收紫外线达到防晒作用, 目前我国批准 25 种防晒剂产品; 物理防晒剂安全级别较高, 但附着在皮肤表面易堵塞毛孔等, 化学防晒剂防晒能力更强, 但安全隐患更多, 如刺激皮肤引起过敏等。根据防晒剂产品作用的波长, 部分防晒剂可同时防 UVA 以及 UVB 对皮肤损伤, 如二苯酮-3, 部分防晒剂仅防止 UVA 或 UVB 对皮肤损伤, 需灵活搭配从而达到对全波长的覆盖。

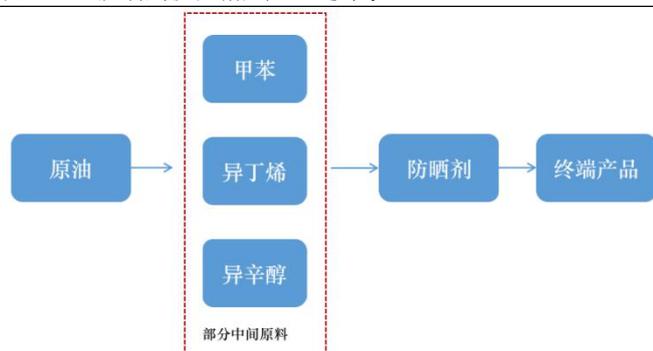
表 6: 国内常见防晒剂分类

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

资料来源: 信达证券研发中心

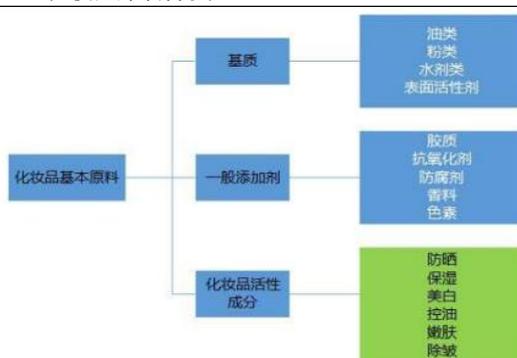
防晒剂为特殊用途化妆品活性成分, 以原油为原料通过化学反应合成。防晒产品需经过国家药监局审批方可入市, 属于“特殊用途化妆品”, 防晒成分属于化妆品活性成分。目前市场上多数化学防晒剂通过原油提取甲苯、异丁烯等中间产物, 通过一系列化学合成技术形成防晒剂添加至霜、喷雾等各种形态的防晒产品中。因此, 防晒剂产品成本与上游原油等价格息息相关。

图 19: 防晒剂涉及相关产业链环节



资料来源: 信达证券研发中心

图 20: 化妆品原料分类



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.1.2 市场需求: 中国防晒市场高景气度, 美白诉求推动行业可期

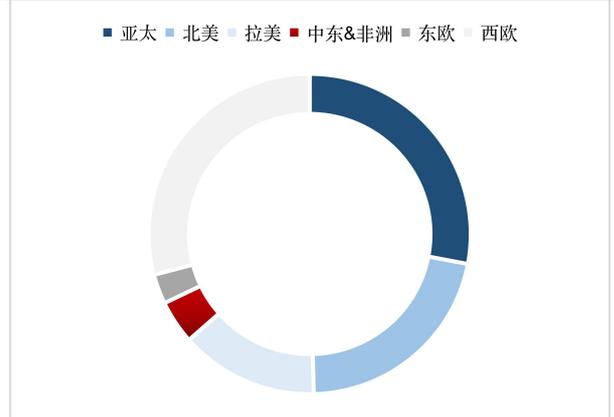
全球防晒市场超百亿美元，亚太市场具备增长潜力。根据欧睿咨询，2020年全球防晒产品市场规模为108亿美元，同降9.8%，06-20年复合增速为2.8%，全球防晒市场进入低速平稳增长阶段，20年受疫情冲击防晒产品需求有所下滑。从全球市场结构来看，亚太市场仅次于西欧成为全球第二大消费市场且最具增长潜力；根据华商产业研究院数据，西欧、亚太、北美成为全球前三大市场，2018年市场份额分别为29.1%、28.0%、21.6%；根据欧睿咨询数据，2016年全球防晒剂消耗量为4.4万吨，2021年预计增长至5.2万吨，其中亚太市场成为消耗量增长的主要驱动力，增速超过其他市场。

图 21：全球防晒化妆品市场规模及增速



资料来源:欧睿咨询, 信达证券研发中心

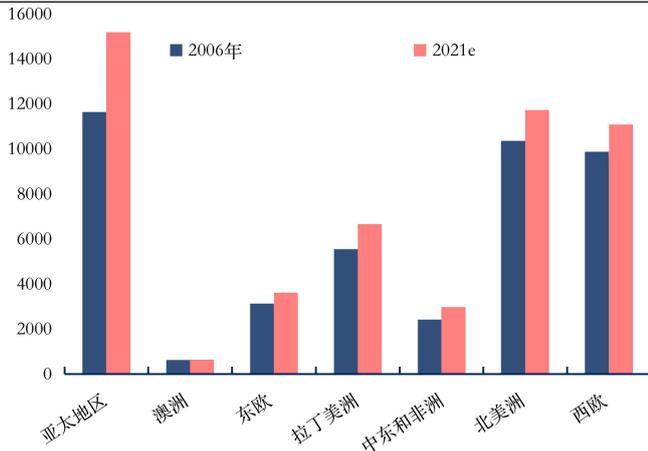
图 22：2018 年全球防晒产品市场结构情况



资料来源: 华商产业研究院, 信达证券研发中心

中国防晒市场规模突破 144 亿元，增速远高于全球。根据欧睿咨询，2020 年中国防晒产品市场规模为 144 亿元，同增 6.7%，06-20 年复合增速为 11.6%，中国市场防晒产品市场增速远高于全球，呈现高景气度，成为亚太市场重要增长引擎。

图 23：全球不同地区防晒市场销量情况（吨）



资料来源:欧睿咨询, 公司公告, 信达证券研发中心

图 24：中国防晒化妆品市场规模及增速



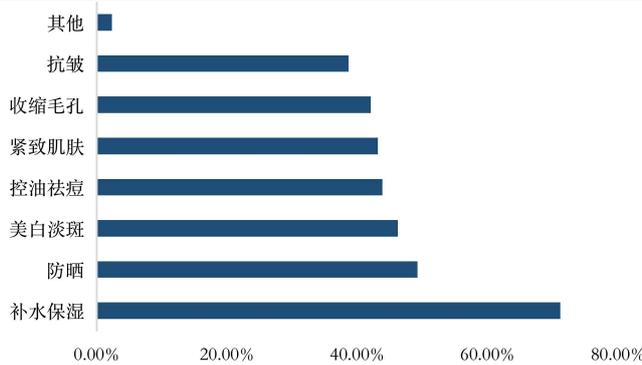
资料来源: 欧睿咨询, 信达证券研发中心

美白抗衰成为美妆用户使用化妆品的重要诉求，防晒产品发挥重要作用。根据艾媒咨询 2021 年网民护肤品使用考虑因素调研，补水保湿、美白、抗衰成为化妆品功能需求重要因素，其中补水保湿权重达 71.1%，美白淡斑及防晒权重合计达 95.4%，紧致及抗皱权重合计达 85.1%。“一白遮百丑”观念深入人心，美白成为全年龄段用户皮肤护理的重要关注要素，抗衰成为中高领用户日益重视因子。而紫外线对皮肤的损伤短期易沉淀黑

色素，长期易光老化形成皱纹，防晒成为美白抗衰的基础，发挥底层作用，推动市场发展。

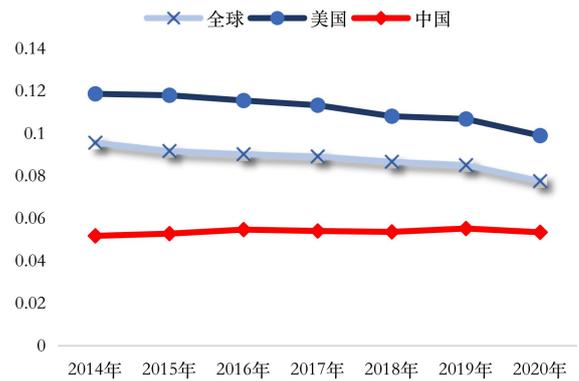
中外防晒产品渗透率存在差异，国内防晒市场发展可期。根据欧睿咨询，2020年中国防晒产品占比护肤品市场规模仅5.3%，同期美国、全球防晒霜产品占比护肤品市场规模分别为9.9%、7.8%，远高于中国市场渗透率，目前国内防晒产品仍处于低配阶段。伴随国内消费者化妆品渗透率提升，美妆消费从基本普及向精致护肤转变，防晒产品将成为用户基础护理产品从而获得更高成长空间。

图 25：美白、抗衰、保湿等成为护肤品核心诉求



资料来源:艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 26：中外防晒产品占比护肤品市场规模对比



资料来源: 欧睿咨询, 信达证券研发中心

近年来防晒产品爆款频出，防晒+产品逐步孵化，品牌商重视市场投入，行业高景气度可期。一方面，早期防晒产品以外资产品为主导，尤其在高端产品市场中国货产品较少，如资生堂旗下蓝胖子、安耐晒，欧莱雅旗下的小金管长期位于市场前列。近年来在美白抗衰需求推动下，国货品牌依靠产品创新新品表现亮眼，如薇诺娜的轻透防晒乳（高倍防晒基础上添加核心成分马齿苋等，主打敏感肌防晒）、珀莱雅的羽感防晒精华液（高倍防晒基础上添加烟酰胺、叶黄素等美白抗氧化等成分，主打防晒养肤）。伴随品牌商对防晒品类重视，投入研发及营销资源增加，将推动消费者教育带来更高景气度。另一方面，防晒+产品逐步出现，如迪奥、资生堂等国际大牌在其眼霜、面霜产品中添加防晒成分，部分彩妆如隔离乳、唇膏等尝试添加防晒成分，未来防晒剂多产品类型应用将加大行业需求，为行业带来新增量。

表 7：近年来市场上爆款防晒产品情况

类别	品牌	产品	防晒指数	防晒途径	核心防晒成分	定价
外资	资生堂	蓝胖子	SPF50+;PA++++	物化结合	物理防晒剂 2 种：氧化锌 (UVA、UVB)、二氧化钛 (UVA、UVB)；化学防晒剂 6 种：甲氧基肉桂酸乙基酯 (UVB)、奥克立林 (UVB)、二乙氧羟苯甲酰基苯甲酸乙酯 (UVA)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、水杨酸乙基酯 (UVB)、苯基苯并咪唑磺酸 (UVB)	350 元/50ml
	资生堂	安耐晒	SPF50+;PA++++	物化结合	物理防晒剂 2 种：氧化锌 (UVA、UVB)、二氧化钛 (UVA、UVB)；化学防晒剂 6 种：甲氧基肉桂酸乙基酯 (UVB)、奥克立林 (UVB)、二乙氧羟苯甲酰基苯甲酸乙酯 (UVA)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、水杨酸乙基酯 (UVB)、聚硅氧烷-15 (UVB)	228 元/50ml
	花王	碧柔	SPF50+;PA+++	化学防晒	化学防晒剂 4 种：甲氧基肉桂酸乙基酯 (UVB)、二乙氧羟苯甲酰基苯甲酸乙酯 (UVA)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、乙基己基三嗪酮 (UVB)	72 元/90ml
	欧莱雅	小金管	SPF50+;PA++++	物化结合	化学防晒剂 6 种：甲氧基肉桂酸乙基酯 (UVB)、二乙氧羟	155 元/30ml

				苯甲酰基苯甲酸乙酯 (UVA)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、甲酚曲唑三硅氧烷 (UVA、UVB)、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚 (UVA、UVB)、乙基己基三嗪酮 (UVB)		
	美肤宝	轻透防晒喷雾	SPF50+;PA+++	化学防晒	物理防晒剂 1 种：二氧化钛 (UVA、UVB)；化学防晒剂：甲氧基肉桂酸乙基乙酯 (UVA)、苯基苯并咪唑磺酸 (UVB)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、水杨酸乙基己酯 (UVB)、对甲氧基肉桂酸异戊酯 (UVA)、二乙氧羟苯甲酰基苯甲酸乙酯 (UVA)	99 元/150ml
国产	薇诺娜	轻透防晒乳	SPF48;PA+++	化学防晒	化学防晒 4 种，甲氧基肉桂酸乙基己酯 (UVB)、乙基己基三嗪酮(UVB)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚 (UVA、UVB)	188 元/50ml
	珀莱雅	羽感防晒	SPF50+;PA+++	物化结合	物理防晒剂 2 种：氧化锌 (UVA、UVB)、二氧化钛 (UVA、UVB)；化学防晒剂 7 种：胡莫柳酯 (UVB)、奥克立林 (UVB)、水杨酸乙基己酯 (UVB)、聚硅氧烷-15 (UVB)、二乙氧羟苯甲酰基苯甲酸乙酯 (UVA)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (UVA、UVB)、乙基己基三嗪酮 (UVB)	128 元/50ml

资料来源：美丽修行，天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 27：添加防晒成分的其他类型护肤品产品

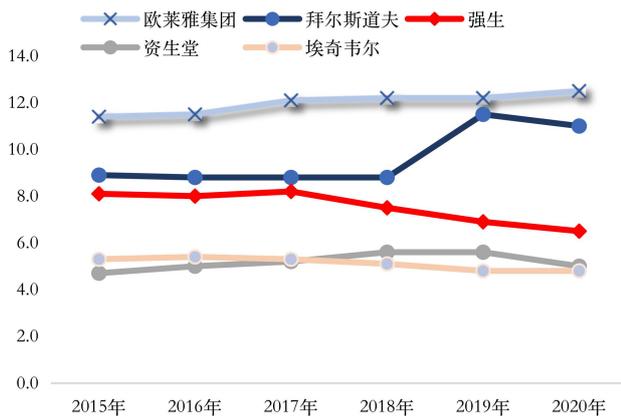


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

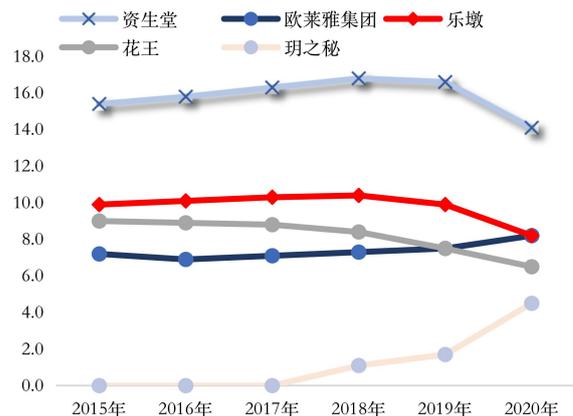
2.1.2 市场竞争：科思成为全球领先防晒剂厂家

全球防晒市场品牌集团集中度较高且趋于稳定。根据欧睿咨询，2020 年全球防晒产品前五大品牌集团市场份额为 39.8%，较 15 年提升 1.4pct，整体品牌集中度较高且格局稳定；其中全球第一大品牌商集团为欧莱雅集团，旗下卡尼尔、理肤泉、巴黎欧莱雅品牌份额位居前十，第二大品牌集团为拜尔斯道夫，旗下妮维雅品牌份额位居全球第一，第三大品牌集团强生，旗下曼秀雷敦、强生品牌份额位居前五。整体而言，全球厂家稳定的品牌集团格局为上游优质的龙头原料供应商提供稳定的合作环境。

中国防晒市场品牌集中度较高，国货品牌份额有所提升。根据欧睿咨询，2020 年中国防晒产品前五大品牌集团市场份额为 41.5%，较 15 年变化不显著，整体品牌集团集中度较高且头部集团格局较为平稳。前五大品牌集团均为外资品牌集团，分别为日本资生堂、花王、乐敦，欧洲的欧莱雅，韩国的玥之秘，本土新秀品牌近年来在产品创新、加大营销投入等驱动下份额有所提升，如珀莱雅、贝泰妮 2020 年份额分别为 1.3%、2.4%，较 15 年份额分别提升 0.8pct、2.1pct。国内防晒市场新秀频出，上游优质龙头厂家可借助产品等优势把握优质客户，开闢新市场。

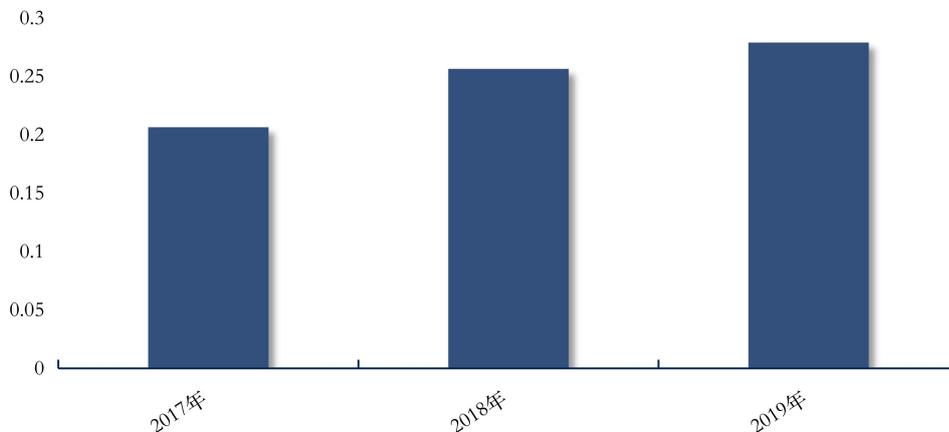
图 28：2020 年全球防晒产品市场品牌集团竞争格局情况 (%)


资料来源:欧睿咨询, 信达证券研发中心

图 29：2020 年中国防晒产品市场品牌集团竞争格局情况 (%)


资料来源:欧睿咨询, 信达证券研发中心

科思股份防晒剂原料以 27.9% 的全球份额领先市场。防晒剂领域行业主要参与者为全球领先的综合性化工企业, 如巴斯夫、德之馨等, 以及专注于某一细分领域的化工企业, 如本土企业科思股份、美丰化工等。根据欧睿咨询数据预计, 科思股份 2019 年全球防晒剂原料市场销量维度市场份额为 27.9%, 较 17 年提升 7.2pct, 得益于优质客户稳健增长及客户的延展, 成为全球领先防晒剂厂家。

图 30：科思股份全球防晒剂原料市场市场份额情况 (销量视角)


资料来源:欧睿咨询, 公司公告, 信达证券研发中心

表 8：公司防晒剂领域主要竞争对手情况

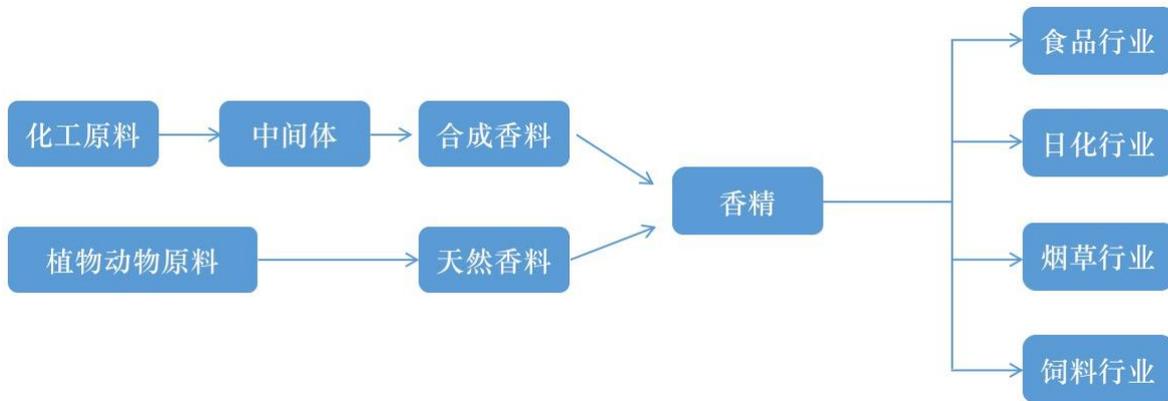
名称	简要情况	主要竞争产品
巴斯夫	成立于 1865 年, 是全球领先的化工公司之一, 世界 500 强企业, 18 年收入 726 亿美元	对甲氧基肉桂酸异辛酯; 奥克立林; 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪
德之馨	于 2003 年由 Haarmann & Reimer 和 Dragoco 两家公司合并, 历史最早可追溯至 1874 年; 拥有香精香料、营养品、个人护理三大业务板块, 2018 年年收入超过 31 亿欧元	原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯
印度 Chemspec 公司	成立于 1978 年, 主要生产各种原料药中间体和个人护理产品, 领先精细化工企业	原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯
美丰化工	前身为铁山区赤东化工厂, 创建于 1993 年, 是一家专业生产紫外线吸收剂系列产品及药物中间体的生产厂商	奥克立林、阿伏苯宗

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

2.3 合成香料市场：亚洲市场具备增长潜力，行业集中度较高

香料香精下游应用广泛，涉及食品、日化、烟草等多个行业。香料香精是指从带香的动植物中提取或者人工合成得到的物质，根据来源分为天然香料及合成香料；香料香精下游市场应用广泛，包括食品行业、日化行业、烟草行业、饲料行业等，不同的应用场景中涉及相关行业法规监管，例如食品安全法、食用香精行业标准、烟用香精和料液等。

图 31：香料香精产业链情况



资料来源:信达证券研发中心

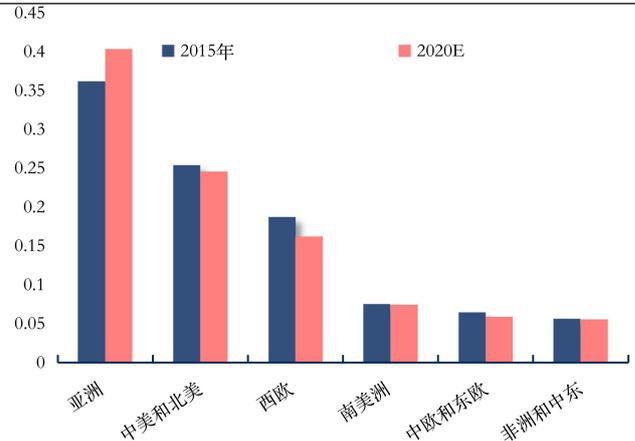
全球香精香料市场规模近 300 亿美元，亚洲、中北美、西欧成为全球前三大市场。根据 Leffingwell&Associates 数据，2017 年全球香料香精市场规模为 263 亿美元，11-17 年复合增速为 3.2%，预计 2021 年全球市场规模达到 299 亿美元，维持低速平稳增长。从地区结构来看，亚洲、中北美、西欧成为全球前三大市场，根据 IAL CONSULTANTS 数据，预计 2020 年三者占比分别为 40.4%、24.6%、16.2%。

图 32：全球香料香精市场规模及增速（亿美元）



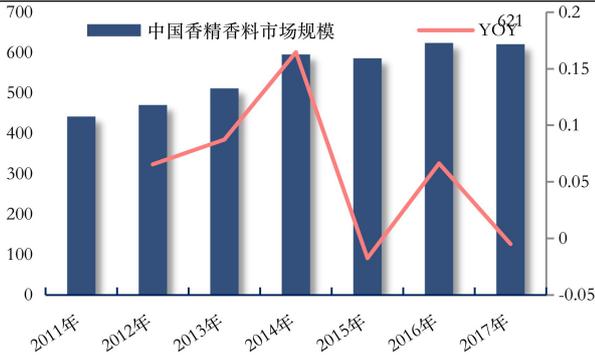
资料来源:LEFFINGWELL&ASSOCIATES, 立鼎产业研究院, 公司公告, 信达证券研发中心

图 33：全球香料香精市场结构

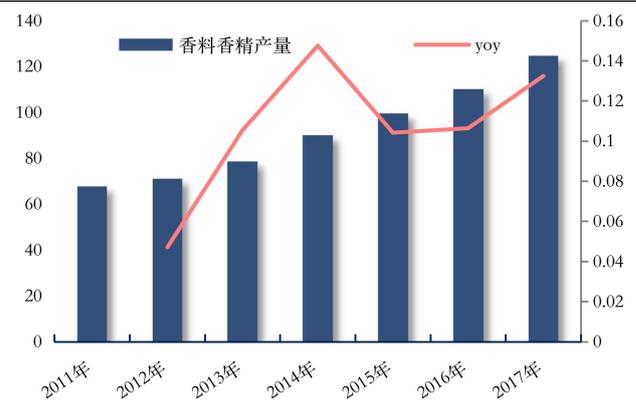


资料来源:IAL CONSULTANTS, 立鼎产业研究院, 公司公告, 信达证券研发中心

中国香料香精市场达 621 亿元，高于全球市场增速。2017 年中国香料香精市场规模为 621 亿元，11-17 年复合增速为 5.9%，略高于全球香料香精市场增速，呈平稳增长态势。从产量视角，2017 年中国香料香精产量为 125 万吨，11-17 年复合增速为 10.7%，行业产量稳健增长，其中香料产量为 50 万吨，占比 40%，比重略低于香精产量。

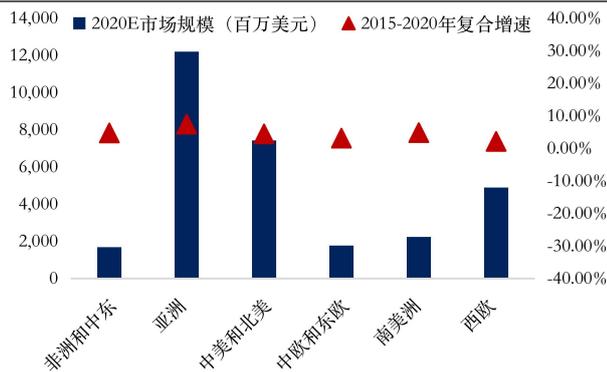
图 34： 中国香料香精市场规模及增速（亿元）


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

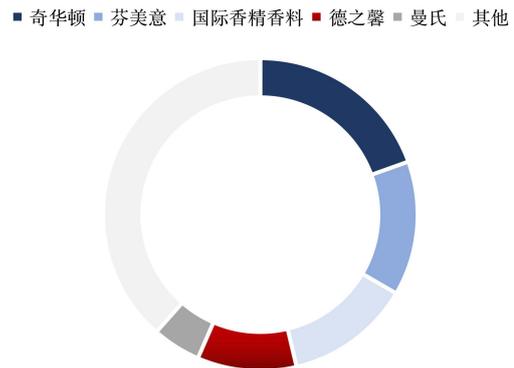
图 35： 中国香料香精产量及增速（万吨）


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

亚太地区将成为全球香料香精市场重要驱动力。当前美国、西欧、日本等发达市场香料香精市场趋于饱和，香料香精市场不断向发达国家市场转移，预计亚洲市场将成为全球香料香精市场增长的主要推动力。根据 IAL CONSULTANTS 数据，预计 2021 年亚洲香料香精市场规模达 122 亿美元，15-21 年复合增速为 7.4%，领跑全球市场增速。

图 36： 不同市场香料香精市场规模及复合增速预测


资料来源:IAL CONSULTANTS, 立鼎产业研究院, 公司公告, 信达证券研发中心

图 37： 2017 年全球香料香精市场竞争格局


资料来源: IAL CONSULTANTS, 公司公告, 信达证券研发中心

欧美等厂家断壟高端香料香精市场，行业集中度较高。全球领先香料香精厂家包括奇华顿（瑞士）、芬美意（瑞士）、IFF（美国）、德之馨（德国）、曼氏（法国）等，主要为欧美厂家，壟断全球高端香料香精市场。根据 IAL CONSULTANTS 数据，2017 年全球前五大香料香精厂家奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏市场份额分别为 19.5%、13.9%、12.9%、10.2%、5%，CR5 为 61.5%，头部厂家集中度较高；根据 LEFFINGWELL&ASSOCIATES，2017 年香料香精行业前十大厂家份额为 78.7%，与 2011 年相比基本维持稳定，整体行业格局平稳。科思股份在特定产品领域拥有一定份额，直面国际厂家竞争，如铃兰醛、茴脑等，成为国内少数收入体量过亿的上游香料原料厂家。

表 9：公司香料香精领域全球竞争对手情况

名称	简要情况	竞争产品
巴斯夫	成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一，世界 500 强企业，18 年收入 726 亿美元	铃兰醛
克拉玛	美国一家全球性的化工企业，主要产品包括防腐剂、抗菌剂、香精和香料中间体、增塑剂、改性剂、成膜助剂和合成中间体等	铃兰醛
森馨科技	成立于 1882 年，主要生产新型、高科技色素和香精香料产品，年销售额超过十亿美元，客户群体主要涉及饮料、乳品、糖果、日化、化妆品、医药等行业。	茴脑
万香国际	主要从事天然香料、合成香料、香精的研发、生产与销售；拥有全球销售网络，成为奇华顿、芬美意、高砂、宝洁、联合利华等供应商	茴脑
远东强亚新材料	成立于 2012 年，国内领先化工企业，生产叔丁基甲苯(PTBT)、对叔丁基苯甲酸(PTBBA)、对叔丁基苯甲酸甲酯(MPTBBA)等产品	对叔丁基苯甲酸、对叔丁基苯甲酸甲酯

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

竞争优势：持续研发创新、深度客户合作、丰富产品线构筑壁垒

3.1 研发生产：高研发投入，严生产标准，为持续产品创新奠定扎实基础

拥有多项自主研发核心技术，实现核心产品高产率、低物耗、低三废排放。公司经过 20 余年研发生产，在 Friedel-Crafts 烷基化、Friedel-Crafts 酰基化、缩合、加氢、氧化、醚化、酯化等方面形成技术优势，对核心产品的实现高产能利用率、低物耗、低三废排放等方面发挥重要作用，实现大批量生产。

表 10：公司核心技术布局情况

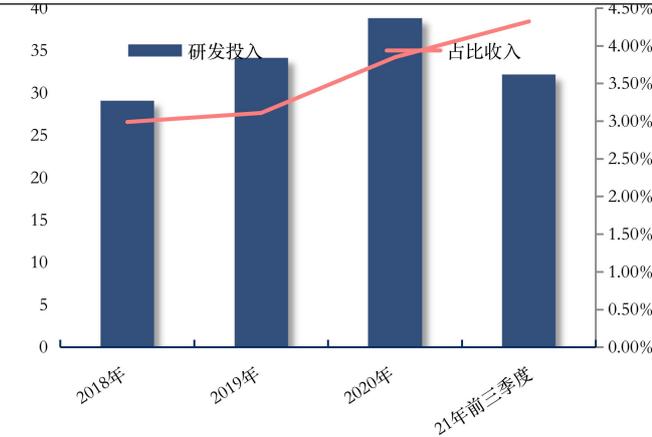
核心技术名称	技术来源	主要应用产品	技术所处阶段	技术优势
高选择性加氢技术	自主研发	铃兰醛、异佛尔醇（中间体）	大批量生产	降低产品单耗的同时提高了产品品质
绿色氧化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛	大批量生产	绿色环保，为公司的持续性发展提供了坚实的技术保障
Friedel-Crafts 烷基化反应技术	自主研发	对叔丁基甲苯	大批量生产	具有催化剂用量小、效率高、选择性高，产生的三废少等优点
Friedel-Crafts 酰基化反应技术	自主研发	2-萘乙酮、对甲氧基苯乙酮、合成茴脑、对甲基苯乙酮、对异丙基苯乙酮	大批量生产	大幅提升了原料转化率和产品选择性；降低了三废产生的量，实现了产品和副产的联产，实现了产品线的延伸，降低了产品的制造成本，经济效益达到最大化
亚甲基缩合反应技术	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	大批量生产	提高了产品品质和产品收率，降低了产品的制造成本的同时大大降低了三废处理成本
醚化反应技术	自主研发	双-乙基己氧苯酚甲氧基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛	大批量生产	大大降低三废的产生，对公司的长远发展具有积极意义
酯化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲酸甲酯	大批量生产	具有反应效率高、选择性高、副反应少、设备腐蚀小、操作简便、催化剂循环套用等优势，且三废排量低，产品制造成本低
MPV 化学还原技术	自主研发	合成茴脑	大批量生产	提高了反应的转化率和醇的选择性
纳米研磨技术	合作研发	P-M	批量生产	使得物料的尺寸可以长期稳定在纳米级别，完全满足高端防晒剂产品市场的需求

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高研发投入为技术提供基础，研发人员占比高。公司持续高研发投入，为创新产品及工艺提供良好基础，截止 21 年前三季度，公司研发投入为 3215 万元，占比收入 4.32%，截止 20 年，公司研发人员数量为 164 人，占公司员工总数的 16.82%，近年来研发费率

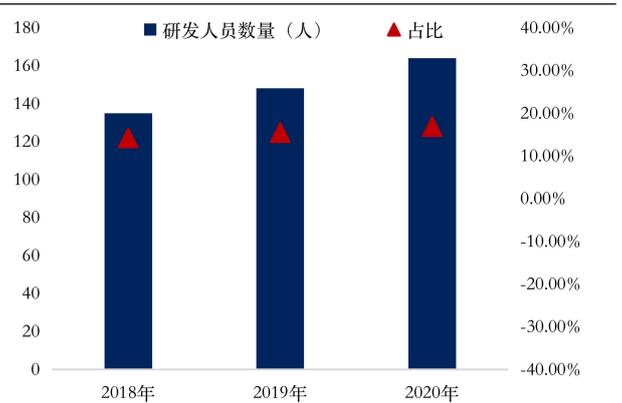
稳步提升，彰显公司对研发高度重视。截止 2020 年底，公司拥有 130 余项专利技术，其中 22 项产品发明专利技术，涵盖了对主要产品的工艺技术。

图 38：公司 2017-21 年前三季度研发投入及收入占比（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 39：公司 2017 年至今研发人员数量及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高生产与质量管理体系，进一步提升产品实力。目前，公司建立符合原料药 GMP 标准的生产和质量管理体系，并通过美国 FDA 现场审核以及欧盟化妆品原料 (EFfCI) 规范认证，是国内少数通过双重标准的原料厂家，产品生产满足国内外监管机构的规范标准，满足全球客户高标准及个性化品质管理要求。

3.2 客户优势：国际知名大客户，拥有深度合作客户基础

与全球领先国际企业建立稳定合作关系。公司在防晒剂及合成香料领域经过 20 余年发展，建立全球稳定的国际领先企业合作网络，包括全球头部化学品公司及香精香料公司，如帝斯曼、亚什兰、德之馨、奇华顿、芬美意等，以及全球领先的化妆品相关公司，如拜尔斯道夫、强生、欧莱雅等。截止 2020 年，公司头部直销客户与公司合作时间较长，其中德之馨、奇华顿、芬美意等公司合作超过十年。

表 11：公司长期稳定合作的国际大客户情况

客户名称	基本介绍	合作历史	合作内容	合作地位
帝斯曼	国际营养保健品、化工原料以及医药集团	2015 年	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、PS 客户	17-19 年为第一大客户
亚什兰	全球领先的化学品公司，涉及行业包括个人护理、制药、能源、食品饮料、粘合剂等	2013 年	阿伏苯宗、原膜散酯、奥克立林	17-19 年为前三大客户
德之馨	全球领先香料香精公司，涉足香料香精、营养品、个人护理等	2006 年	对甲氧基肉桂酸异辛酯、铃兰醛	17-19 年为前三大客户
奇华顿	全球领先香料香精公司，涉足香料化合物、香水等	2003 年	对甲氧基肉桂酸异辛酯、铃兰醛、合成茴脑、对甲氧基苯甲醛	17-19 年为前五大直销客户
拜尔斯道夫	全球防晒剂终端产品份额领先厂家，涉及护肤品、创口贴胶带等；防晒剂终端产品全球份额第二	2016 年	阿伏苯宗、原膜散酯、水杨酸异辛酯	17-19 年为前五大直销客户
芬美意	全球领先香料香精公司，涉及香精香料、香水	2005 年	对甲氧基苯甲醛	17-19 年为前六大直销客户
强生	防晒剂终端产品全球份额第三，涉及化妆品、个人护理、医药等领域	—	阿伏苯宗、原膜散酯等	19 年为前十大直销客户
欧莱雅	全球领先化妆品公司，防晒剂终端产品全球份额第一	—	阿伏苯宗等	18-19 年为前十大直销客户

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

前五大客户占比高，合作关系稳定。公司前五大客户收入占比较高，2017-2019 年前五大客户收入占比均超过 60%，头部客户对公司产品服务认可程度高，保持稳定订单；帝斯曼、德之馨、亚什兰位居前三，17-19 年收入占比超过 50%。总体而言头部客户对公司认可程度较高，保持稳定合作关系。

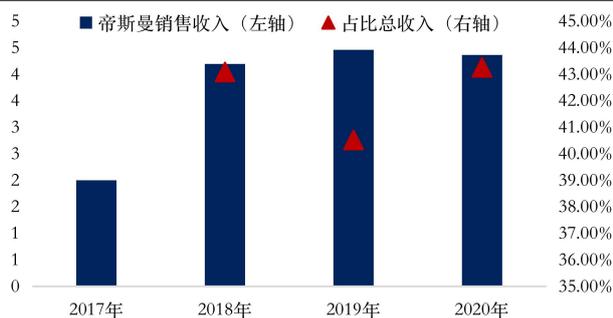
表 12: 公司 2017-2019 年前五大客户合作金额情况

2017 年			2018 年			2019 年		
客户名称	收入金额 (万元)	收入占比	客户名称	营业收入 (万元)	占营业收入比例	客户名称	营业收入 (万元)	占营业收入比例
帝斯曼	20025	28%	帝斯曼	41866	43%	帝斯曼	44586	41%
德之馨	7713	11%	亚什兰	8457	9%	亚什兰	10639	10%
亚什兰	7657	11%	德之馨	6174	6%	德之馨	6851	6%
Sun Cel Inc.	4258	6%	奇华顿	5937	6%	奇华顿	6183	4%
奇华顿	4097	6%	拜尔斯道夫	4092	4%	上海禾稼贸易	3909	4%
合计	43749	62%		66525	68%		72168	66%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

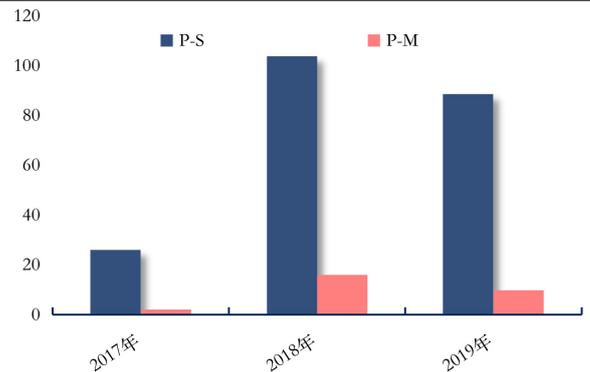
第一大客户帝斯曼合作深度逐步增强，彰显公司绑定大客户实力。帝斯曼作为公司第一大客户，公司 2015 年起与其建立联系，独家提供阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、奥克立林、水杨酸异辛酯五款产品；2017 年公司与帝斯曼合作研发 P-S、P-M 两款新型防晒剂产品，并签订独家供货协议（独家供应至 2023 年，合作采购协议至 2027 年），2017-2019 年两款产品累计销售收入达 2.5 亿元；公司与大客户合作关系稳定且逐步增强，18 年以来帝斯曼收入占比超过 40%。此外，尽管帝斯曼收入占比较高，但供货价格与其他客户相比优惠力度可控，彰显公司与大客户的良好的合作关系。

图 40: 帝斯曼 2017-2020 年贡献收入及占比 (亿元)

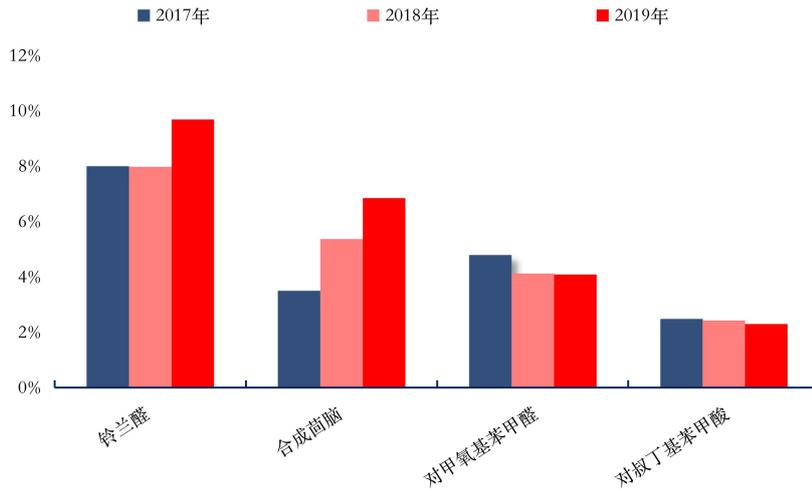


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 41: P-S/P-M 两款产品 2017-2019 年销售金额 (百万)



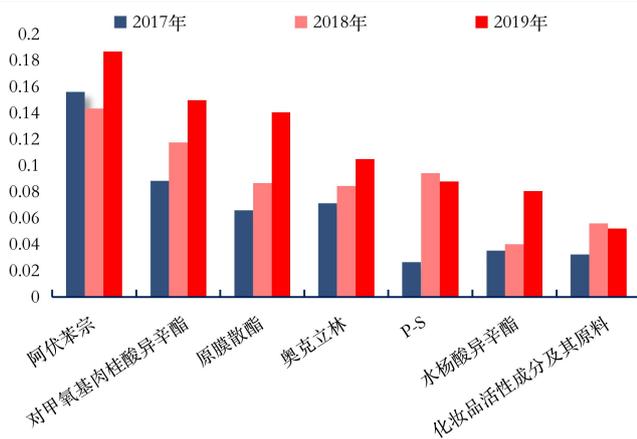
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 42： 2017-2019 年其他客户采购的产品价格与帝斯曼采购价格差异率


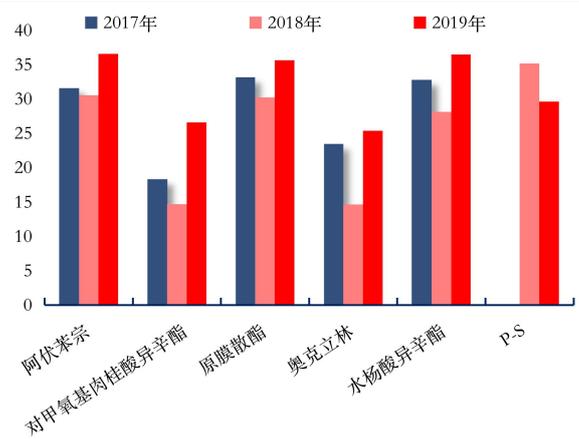
资料来源：公司公告，信达证券研发中心（差异率=（其他客户价格-帝斯曼价格）/其他客户价格）

3.3 产品优势：丰富产品矩阵，满足全球客户需求

丰富防晒剂产品矩阵，较强议价能力，满足全球客户需求。公司拥有丰富的防晒剂产品矩阵，基本覆盖 UVA、UVB 全部波段，产品系列齐全，满足全球客户多样化需求。其中，中国批准的 25 种化学防晒剂产品中，公司规模化销售品种达 7 种，美国 FDA 批准的 14 款化学防晒剂产品中，公司规模化销售品种达 6 种，包括阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、奥克立林、水杨酸异辛酯、苯基苯并咪唑磷酸，满足全球客户的需求。产品销售明细中，阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、奥克立林四大防晒剂产品销售金额占比收入超过 10%，且伴随规模效应及良好的市场地位，公司可较及时的转嫁上游成本端压力，实现毛利率稳定。

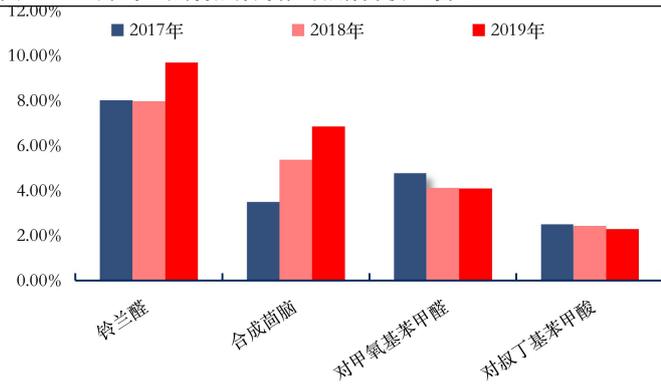
图 43： 公司化妆品活性成分销售收入占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

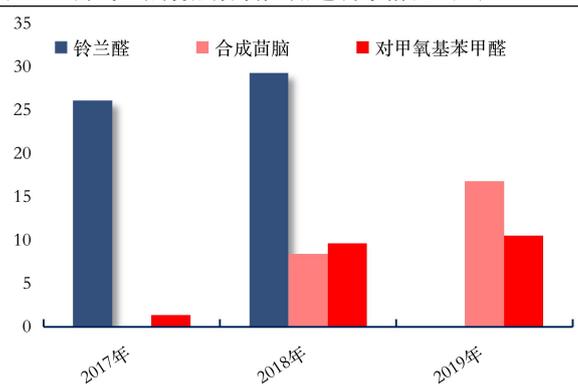
图 44： 公司化妆品活性成分毛利率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

合成香料产品逐步丰富，铃兰醛产品具备国际地位。公司依托持续研发沉淀，不断丰富合成香料产品，是铃兰醛、合成茴脑、2-萘乙酮的主要厂家，其中铃兰醛全球仅巴斯夫、克拉玛、科思股份三家厂家具备大规模生产能力，公司挤进全球领先行列，国际市场份额不断提升，国内市场具备显著优势。

图 45: 公司重点合成香料产品销售收入占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

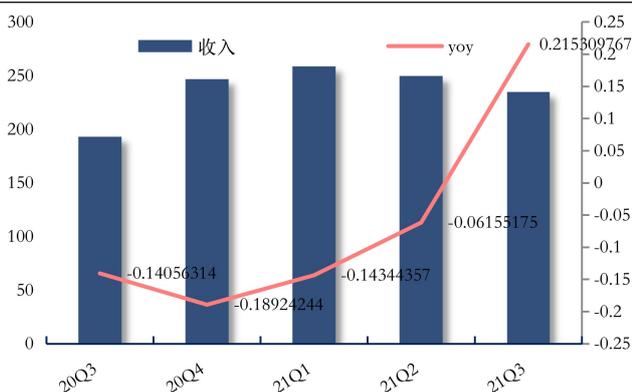
图 46: 公司重点合成香料产品毛利率情况 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

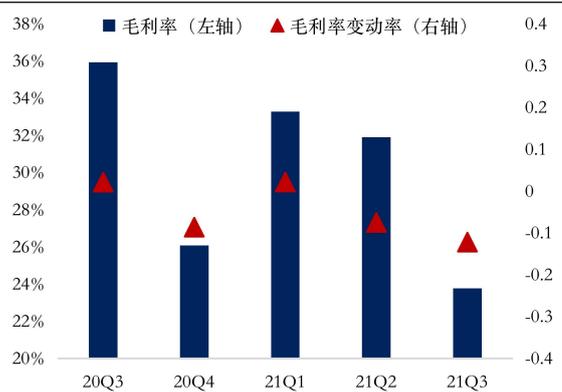
未来看点: 短期业绩修复, 中长期产能释放、品类延展助增长

4.1 21Q3 收入增长修复, 新一轮价格谈判有望带动利润率回升

21Q3 收入回暖, 毛利率有望伴随新一轮价格谈判回升。一方面, 20 年受疫情影响, 全球防晒需求景气度下降, 增速为-9.8%, 公司作为全球领先防晒剂龙头原料供应商受疫情冲击收入有所下滑, 21 年全球疫情仍在反复, 公司依靠合成香料等其他产品推广以及国内客户延展等举措逐步走出困境; 截止 21Q3 收入增速恢复至 21.5%, 较 19Q3 增长 4.4%, 恢复至疫情前水平。另一方面, 21Q2 以来公司受上游原材料价格上涨以及海运运费上涨双重压力毛利率持续下降, 21Q3 单季度毛利率下降 12.2pct 至 23.8%, 为近两年毛利率低点。公司根据成本的影响情况, 积极与客户商谈价格, 凭借良好的客户合作基础及优质的客户资质, 公司预计大部分客户可接受合理的价格调整, 或将对冲成本端上升压力, 有望获得利润率回升。

图 47: 公司分季度收入及增速情况 (百万)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 48: 公司分季度毛利率及变动情况


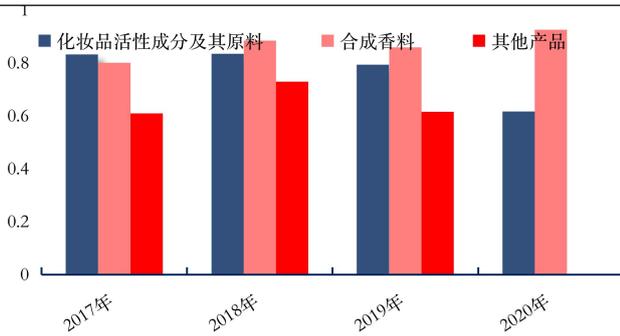
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.2 产能扩张逐步落地, 带动收入增长可期

产能利用率较高, 阿伏苯宗几乎满产。截至 2020 年, 公司拥有化妆品活性成分及其原料产能 2.38 万吨/年, 产能利用率为 61.7%, 受疫情影响销量有所下滑产能利用率下降, 17-18 年产能利用率均超过 83%; 合成香料 2020 年产能 0.98 万吨/年, 产能利用率为 92.6%, 伴随销量增长, 产能利用率不断提升; 其中核心产品阿伏苯宗总体而言, 公司

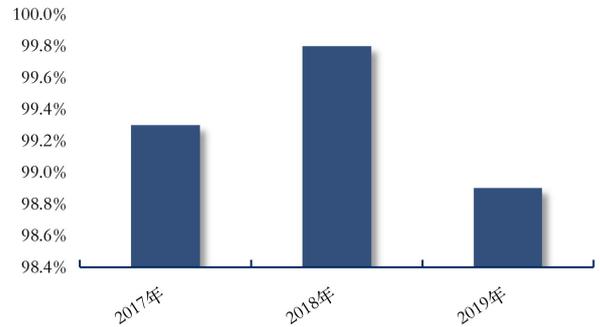
化妆品活性成分及原料与合成香料产能利用率均较高，其中核心产品阿伏苯宗近乎满产，产能扩张有利于未来提升销量。

图 49：公司分品类产能利用率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 50：公司阿伏苯宗产能利用率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

募资积极扩产，基本进入投料生产阶段，近期贡献收入可期。公司募集资金积极扩充产能，其中防晒剂产品包括公司强势品类阿伏苯宗（原来产线扩产）、新型 UVB 防晒剂辛基三嗪酮（新增产线）、新型 UVA 防晒剂二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（新增产线）；合成香料相关产品（均为新增产线）包括水杨酸正己酯、水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯等。预计公司将新增各类产品产能合计 1.75 万吨/年，目前，除二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯产能仍在建设中（产能为 500 吨/年），其他产品均已投料试生产，预计可较快为公司贡献收入。

表 13：公司募投项目扩产能布局情况

项目名称	产品名称	产品类别	新增产能	进展	投资金额
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	防晒剂	2000	投料试生产	35945 万
	水杨酸苄酯	定香剂/UVB 防晒剂	1500		
	水杨酸正己酯	香料	1500		
	水杨酸甲酯（冬青油）	内部使用，可制作香精和防晒剂	8000		
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	香料	1500	—	—
	水杨酸正戊酯	香料	1500		
马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒剂用系列产品项目	辛基三嗪酮	同时吸收 uva 与 uvb 的防晒剂	1000	—	2562 万
马鞍山科思化学有限公司 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	新型 uva 防晒剂	500	预计 22 年竣工	7200 万

数据来源：公司公告，信达证券研发中心（香兰素终止调整为马鞍山二期工程中的水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯生产线，马鞍山科思 14200T/A 防晒剂系列产品项目中的辛基三嗪酮生产线和中试装置）

投放产能满产可新增近 4 亿收入。根据公司内部评估，马鞍山 25000t/a 项目一期工程（不考虑 2000 吨香兰素项目调整）达产期为 4 年，预计首年预计达产 40%，第二年预计达产 60%，第三年预计达产 80%，第四年可全额满产。项目达产后，可贡献近 4 亿元收入，年均净利润为 0.46 亿元。公司拥有稳定的客户基础及良好的产品品质，新增产能具备较强的协同性，未来增收增利值得期待。

表 14: 公司募投项目经济效益评估情况

指标	金额	备注
年销售收入	39215 万元	100%达产后平均
年均利润	4561 万元	100%达产后平均
投资收益率	14.14%	—
投资回收期 (税后)	8.6 年	税后 (含 2 年建设期)

数据来源:公司公告, 信达证券研发中心 (不考虑香兰素终止调整影响)

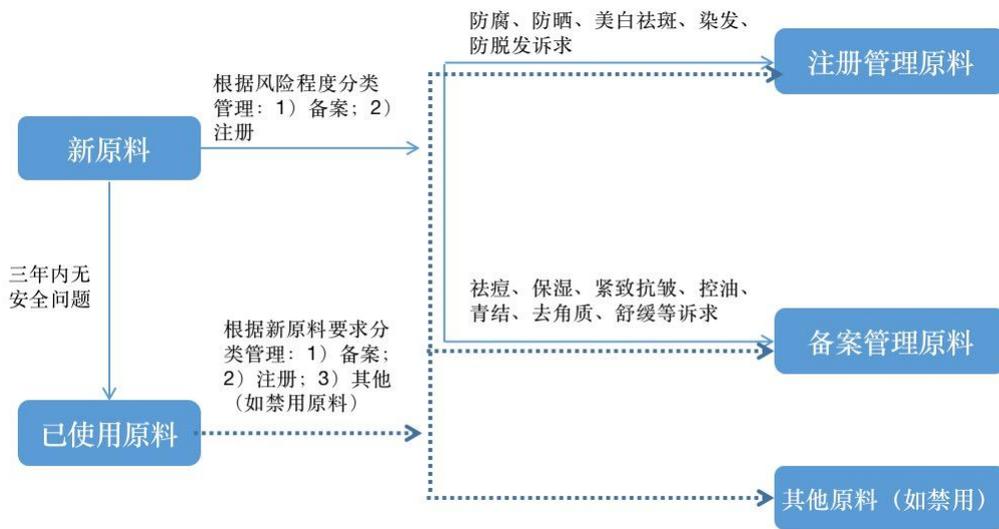
4.3 化妆品新规助力国内客户延展, 内销有望获得新突破

20 年以来化妆品行业出台多部新规, 行业进入强监管时代。新版《化妆品监督管理条例》自 2021 年 1 月 1 日起正式实施, 是 1989 年之后首次较大范围的对行业条例进行改革, 相关管理办法及细则陆续出台实施, 如《化妆品注册备案管理办法》、《化妆品生产经营管理办法》已实施。新规对化妆品原料成分、功效性宣传、化妆品产品生产管理、抽样检测等作出明确规定, 行业从上游原料研发、下游产品研发、产品宣传等各个方面监管力度均有所加强。

图 51: 化妆品行业部分监管文件示例

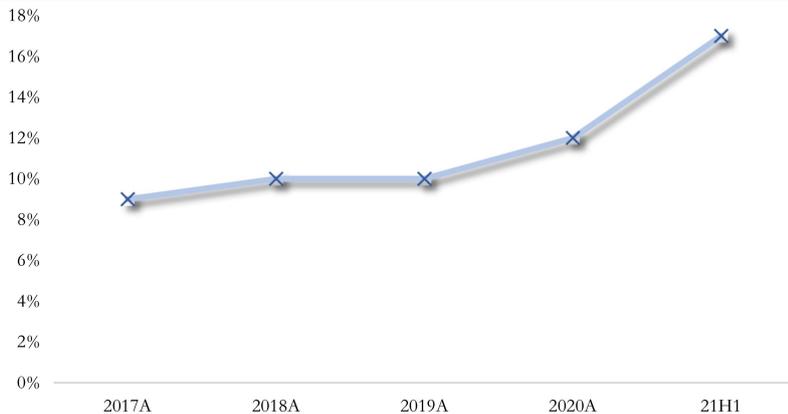

资料来源: 国家药监局, 信达证券研发中心

新规分类管理化妆品原料, 保障创新同时兼顾安全性。新规下, 新原料 (境内首次使用的天然或人工化妆品原料) 按照风险程度进行备案管理或注册管理, 其中注册管理的原料包括美白淡斑、防晒、防脱发、防腐、染发相关原料; 已使用的原料剔除禁用及重复原料根据风险程度进行分类管理。新原料投入使用后三年未发生安全问题可被纳入已使用原料, 一方面, 新规保障新原料的创新性, 另一方面, 对功效性测试、安全测试等方面提出更高要求, 兼顾创新及安全性; 同时对已使用原料重分类, 对特定功效评价依然提出高要求, 如祛斑美白、防晒、防脱发等需要人体功效性实验, 整体管理要求趋严。

图 52：化妆品行业原料监管示例


资料来源：国家药监局，信达证券研发中心

行业监管加严利好优质龙头原料厂家，助力公司扩展内销客户。我们认为，化妆品行业新规加大行业监管力度，提升上游原料厂家以及终端品牌厂家进入壁垒；优质原料龙头厂家凭借产品实力及国际客户背书，有望在激烈的市场竞争中突围。公司过去以外销销售为主，拥有丰富的国际大客户资源，近年来内销网络打开，截止 2021H1 公司内销占比 17%，同增 45.0%，17-20 年复合增速为 23.1%，未来在行业新规及品类丰富度不断延展双重助力下有望获得新突破。

图 53：公司 2017-2021H1 内销收入占比情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.4 扩展新品类，打开远期天花板

扩展美白及其他化妆品活性成分等，品类布局延展。根据公司募集资金用途，将投资 6160 万元建设安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心项目，除开发合成香料以及新型防晒剂之外，将布局高性能美白剂以及其他化妆品活性成分工艺开发，包括依巯舒、阿尔法-熊果苷、覆盆子酮葡糖苷、苯乙基间苯二酚、维生素 C 乙基醚、辛酰水杨酸、神经酰胺和异抗坏血酸钠等；此外，将布局营养品及复合功能防腐剂产品，包括肌醇、DL-蛋氨酸、

百里酚、辛氧基甘油等。公司未来将在继续保持防晒剂及合成香料优势下继续布局其他化妆品活性成分及功能化学品，有望品类延展获得新增量。

表 15: 安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目情况

产品类别	产品明细	技术特征
合成香料	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	采用新型固体酸催化替代传统路易斯酸和质子酸催化，减少废酸和路易斯酸废液等产生，并促进催化剂的循环使用
化妆品活性成分	要围绕新型防晒剂、高性能美白剂及其他化妆品活性成分展开工艺开发，包括美白剂依坎舒、阿尔法-熊果苷、覆盆子酮葡萄糖苷、苯乙基间苯二酚、维生素 C 乙基醚、辛酰水杨酸，其他活性原料神经酰胺和异抗坏血酸钠等。	将充分结合新型酶催化、新型异相催化、相转移催化等方法，提高反应的选择性，降低反应温度，节省能耗、降低三废，避免手性中心消旋等问题
功能化学品	营养品、复合功能防腐剂等工艺研发，包括肌醇、DL-蛋氨酸工艺开发、百里酚、辛氧基甘油等	节能、减排、减少三废排放等理念

数据来源:公司公告, 信达证券研发中心

政府合作高端个人护理及合成香料项目，进一步扩宽成长天花板。公司 2021 年 9 月与安庆高新技术产业开发区管理委员会签订合作协议，计划投资约 30 亿元建设高端个人护理及合成香料项目，预计达产后年产能为 9.5 万吨，产值规模约 43 亿元；2021 年 11 月与南京江宁经济开发区管理委员会签订合作协议，计划投资 5 亿元建设个人护理产业基地，包括生产中心、工程技术中心、国际合作中心等。政府合作项目进一步扩宽公司在高端个人护理及合成香料领域布局，打开远期成长天花板。

表 16: 公司与政府合作协议项目情况

时间	合作对象	协议内容
2021 年 9 月	安庆高新技术产业开发区管理委员会	计划投资高端个人护理及合成香料项目，项目投资总金额约 30 亿元，分期实施，预计达产后产值约 43 亿元，年产能建设为 9.5 万吨高端个人护理品及合成香料。
2021 年 11 月	南京江宁经济技术开发区管理委员会	计划投资建设高端个人护理产业基地，包括高端个人护理品生产中心、工程技术中心、国际技术合作中心、科思研发中心等，项目投资金额为 5 亿元。

数据来源:公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年公司收入分别为 10.6 亿元、14.6 亿元、17.8 亿元，对应毛利率分别为 28.8%、31.5%、32.7%，分业务来看：1) 化妆品活性成分及原料 2021-2023 年收入分别为 6.4 亿元、9.0 亿元、10.6 亿元，毛利率分别为 31.9%、34.4%、35.4%；2) 合成香料 2021-2023 年收入分别为 3.7 亿元、5.0 亿元、6.5 亿元，毛利率分别为 27.2%、29.7%、31.2%。综合，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.6 亿元、2.5 亿元、3.2 亿元，对应增速分别为-2.5%、57.6%、26.9%。

表 17: 公司收入成本预测 (单位: 百万元)

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
收入	1089	1009	1056	1460	1784
yoy	13.2%	-7.3%	4.7%	38.3%	22.2%
毛利率	30.8%	33.0%	28.8%	31.5%	32.7%
—化妆品活性成分及原料	809	652	637	895	1056
yoy	18.1%	-19.4%	-2.2%	40.4%	18.0%
毛利率	32.0%	35.4%	31.9%	34.4%	35.4%
—合成香料	242	317	365	498	647
yoy	3.4%	31.0%	15.0%	36.5%	30.0%
毛利率	29.9%	31.2%	27.2%	29.7%	31.2%
—其他	38	40	54	68	81
yoy	-11.6%	5.3%	35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	26.1%	7.7%	3.7%	6.2%	8.7%

数据来源: 信达证券研发中心预测

5.2 估值与投资评级

根据我们盈利预测, 公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.6 亿元、2.5 亿元、3.2 亿元, 对应增速分别为 -2.5%、57.6%、26.9%, 根据 2022 年 1 月 21 日收盘价, 公司对应 PE 分别为 38 倍、24 倍、19 倍。根据相对估值法, 我们选择嘉亨家化(日用化学品 OEM/ODM 及包材商)、天赐材料(精细化工新材料厂家, 包含个人护理类产品)、坤彩科技(珠光材料厂家, 包括化妆品级珠光材料)、华宝股份(大型香精研发生产厂家)作为可比公司, 根据 2022 年 1 月 21 日收盘价, 2021-2023 年对应 PE 分别为 46.5 倍、28.0 倍、18.1 倍, 公司作为全球防晒剂原料龙头厂家, 短期业绩修复可期, 中长期受益于产能扩张落地、内销打开、品类延展等有望实现稳健增长, 相对估值下仍有优势, 我们看好公司未来发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 18: 公司可比公司估值情况

公司	归母净利润增速 (%)			PE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
嘉亨家化	0.9	41.2	32.5	37.9	26.8	20.2
天赐材料	334.4	71.7	29.2	40.5	23.6	18.3
坤彩科技	29.3	108.4	182.5	86.0	41.3	14.6
华宝股份	5.7	6.2	6.2	21.7	20.4	19.2
平均值	92.5	56.9	62.6	46.5	28.0	18.1

数据来源: WIND, 信达证券研发中心 (股价为 2022 年 1 月 21 日收盘价)

风险因素

全球防晒剂市场终端景气度下行。根据欧瑞数据 2020 年全球防晒产品市场规模为 108 亿美元, 受疫情冲击 20 年同降 9.8%, 06-20 年复合增速为 2.8%, 尽管全球防晒市场保

持平稳增长，但近年来受疫情冲击景气度下行，一定程度上影响公司订单需求，影响公司收入稳健增长。

行业竞争加剧导致新投放产能订单不达预期。公司作为全球防晒剂龙头厂家研发生产优势、产品线优势、客户资源优势等突出，但行业仍竞争较为激烈，尤其在合成香料领域，欧美原料厂家垄断市场；公司已新建产能 1.7 万吨/年，主要产品为防晒剂及合成香料等原料，若行业竞争加剧，或将导致公司新投放产能订单不及预期，影响产能利用率。

新订单涨价不及预期导致无法对冲成本上行压力。21Q2 以来公司受到上游原材料涨价以及海运运费上涨等因素影响毛利率承压，尽管公司与上游客户协商价格转嫁成本端压力，仍存在涨价幅度不足以对冲成本上行压力风险。

资产负债表

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	506	1,039	1,106	1,340	1,772
货币资金	90	122	136	220	531
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	105	139	147	203	247
预付账款	5	5	6	8	9
存货	282	251	278	370	444
其他	23	522	540	540	540
非流动资产	515	640	753	840	783
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	416	544	637	723	665
无形资产	45	46	46	47	48
其他	53	51	70	70	70
资产总计	1,021	1,679	1,860	2,180	2,555
流动负债	456	190	209	278	335
短期借款	247	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	165	146	161	214	257
其他	44	44	48	65	78
非流动负债	20	14	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	14	18	18	18
负债合计	476	204	226	296	352
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	545	1,475	1,633	1,884	2,202
负债和股东权益	1,021	1,679	1,860	2,180	2,555

重要财务指标

会计年度	单位:百万 元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,100	1,008	1,056	1,460	1,784
同比 (%)	13.2%	-8.4%	4.7%	38.3%	22.2%
归属母公司净利润	154	163	159	251	319
同比 (%)	77.2%	6.3%	-2.5%	57.6%	26.9%
毛利率 (%)	30.8%	33.0%	28.8%	31.5%	32.7%
ROE%	28.2%	11.1%	9.8%	13.3%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	1.82	1.70	1.41	2.22	2.82
P/E	0.00	32.19	37.65	23.89	18.83
P/B	0.00	4.18	3.67	3.18	2.72
EV/EBITDA	0.00	32.19	37.65	23.89	18.83

利润表

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,100	1,008	1,056	1,460	1,784
营业成本	762	676	752	1,000	1,201
营业税金及附加	8	8	9	13	16
销售费用	36	9	11	15	18
管理费用	66	74	83	115	141
研发费用	34	39	44	64	80
财务费用	15	17	-1	-1	-2
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	2	3	18	25	27
其他	0	6	11	14	15
营业利润	182	195	187	294	372
营业外收支	-4	-3	-1	-2	-2
利润总额	178	192	185	292	370
所得税	24	29	26	41	52
净利润	154	163	159	251	319
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	154	163	159	251	319
EBITDA	234	254	215	319	387
EPS(当年)(元)	1.82	1.70	1.41	2.22	2.82

现金流量表

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	158	166	187	214	288
净利润	154	163	159	251	319
折旧摊销	51	53	58	66	59
财务费用	11	11	0	0	0
投资损失	-2	-3	-18	-25	-27
营运资金变动	-60	-55	-16	-79	-63
其它	5	-3	3	1	1
投资活动现金流	-80	-647	-172	-129	23
资本支出	-82	-158	-153	-154	-4
长期投资	0	-490	-27	0	0
其他	2	1	8	25	27
筹资活动现金流	-15	518	-1	0	0
吸收投资	0	862	0	0	0
借款	262	94	0	0	0
支付利息或股息	-32	-23	0	0	0
现金流净增加额	63	31	14	84	311

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经历。2015年3月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018年4月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券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并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。