

科思股份 (300856.SZ) 增持 (首次评级)

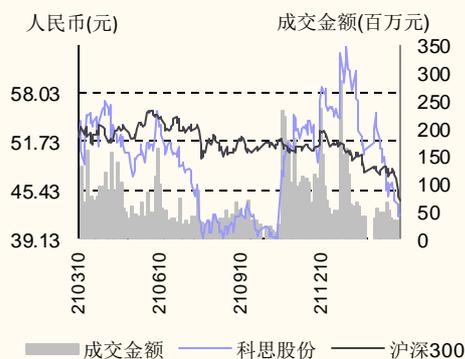
公司深度研究

市场价格(人民币): 42.19元

目标价格(人民币): 43.56元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.13
已上市流通A股(亿股)	0.39
总市值(亿元)	47.62
年内股价最高最低(元)	64.10/39.13
沪深300指数	4226
创业板指	2567



全球防晒剂隐形龙头，内外部改善迎业绩拐点

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,100	1,008	1,097	1,396	1,603
营业收入增长率	13.23%	-8.35%	8.73%	27.34%	14.82%
归母净利润(百万元)	154	163	169	223	270
归母净利润增长率	77.16%	6.35%	3.12%	32.38%	21.15%
摊薄每股收益(元)	1.82	1.45	1.49	1.98	2.39
每股经营性现金流净额	1.86	1.44	1.37	1.41	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.20%	11.08%	10.36%	12.21%	13.05%
P/E	0.00	37.68	42.30	31.96	26.38
P/B	0.00	4.18	4.38	3.90	3.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球隐形防晒剂龙头，防晒剂&合成香料双主业：**主营防晒剂/合成香料生产，产品进入国际主流供应链体系，如帝斯曼/宝洁/欧莱雅/强生/奇华顿/芬美意/IFF/德之馨等。公司为全球防晒剂龙头、据招股书19年市占率27.88%。15~19年营收/净利复合增速24%/64%，20年营收10亿元、同降8%，净利1.63亿元、同增6.35%，净利率16%，21H1业绩仍承压、Q3随新产能释放、收入增22%、净利增0.48%。
- **海外业务有望获益全球精细化再分工、疫情修复订单回升：**防晒剂过去由德之馨/巴斯夫/帝斯曼等垄断，近年中印企业通过低价侵蚀龙头市场份额，国际企业将战略重点转向终端产品研究和市场开发，中低端防晒剂/合成香料及中间体产品向中印等国采购；公司海外业务营收20年、21H1分别同降10%、17%，未来随着海外疫情修复，订单有望回升。
- **国内业务获益防晒消费升级、化妆品监管加强、客户拓展：**21年我国防晒产品终端零售额165亿元，16~21年复合增长12%、快速发展。新规强制要求新品提供功效验证报告，增加行业对活性原料需求，公司作为龙头望优先获益。此外公司自20年疫情来持续拓展国内客户，提速增长，20/21H1营收分别同增13.46%/44.41%，占比提升至17%。
- **募投项目产能投产释放、加强研发储备新产品拉动业绩持续增长：**20年底，化妆品活性成分及其原料产能2.38万吨/年、利用率为61.66%（其中主力产品利用率高达99%）、合成香料9800吨/年、利用率为93%。截止21年8月，防晒剂及其原料1.15万吨、合成香料0.6万吨的新增产能已投产生产。公司21年与安庆/南京江宁合作，进军高端个护领域，拓展新领域。

投资建议

- 公司为全球隐形防晒剂龙头，长周期看海外业务获益全球产业链再分工、国内业务获益环保及化妆品原料监管加强，短周期海外疫情逐步修复、国内业务加大客户拓展力度，公司未来收入端率先盈利端呈现逐季好转态势。
- 预计2021-2023年EPS分别为1.49/1.98/2.39元。参考同业估值水平，建议给予公司22年22倍估值，对应目标价为43.56元，给予“增持”评级。

风险

- 新增产能投放不及预期；大客户占比高；原材料成本上涨；限售股解禁。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

化妆品活性成分及其原料：假设旧产能保持原有的利用率、新增产能按照第一年 20%、第二年 40%、第三年 60% 的速度进行释放，预计 2021-2023 年综合产能利用率为 45%/54%/61%；由于新增防晒剂原料产能主要为自用，预计 2021-2023 年（外销量/产量）为 70%/64%/61%。销售单价方面，Q3 原材料价格急剧上涨，公司向客户提升价格存在一定滞后性，预计主要体现在 22 年，预计 2021-2023 年销售单价增速分别为 3%/10%/3%。综上，预计 2021-2023 年化妆品活性成分及其原料收入 7.33/9.02/9.75 亿元，增速分别为 13%/23%/8%。

合成香料：考虑到新生产线需经历一定爬坡期才能达产、后疫情时期洗涤及消毒杀菌类产品需求稳定增长，预计 2021-2023 年合成香料产能利用率为 63%/77%/88%。考虑部分新增产能为香料原料，预计 2021-2023 年（外销量/产量）为 55%/58%/63%。销售单价方面，Q3 原材料价格急剧上涨，公司向客户提升价格存在一定滞后性，预计主要体现在 22 年，2021-2023 年销售单价增速分别为 3%/10%/3%。综上，预计 2021-2023 年合成香料业务稳健增长，收入分别为 3.21/4.50/5.82 亿元，增速分别为 1%/40%/29%。

毛利率：随着原材料及海运成本逐步稳定、部分产品提价及高毛利产品占比提升、产能利用率提升，预计 2021-2023 年公司整体毛利率水平稳中微升、分别为 30.77%/32.3%/33.3%。**销售费用：**加大市场开拓力度、销售支出将有所增加，预计 2021-2023 年销售费用率分别为 1.2%、1.4%、1.5%。**管理费用：**受益于规模效应，预计 2021-2023 年管理费用率有所下降，分别为 8%、7.5%、7.3%。**研发费用：**预计 2021-2023 年研发费用率稳定在 4%。

综上，预计 2021-2023 年营业收入 10.97/13.96/16.03 亿元，分别同增 8.73%/27.34%/14.82%，归母净利润分别为 1.69/2.23/2.70 亿元，分别同增 3.12%/32.38%/21.15%，对应 EPS 分别为 1.49/1.98/2.39 元。

■ 我们区别于市场的观点

公司短期业绩拐点来源于 1) 量的角度：海外疫情修复、订单回升以及新增产能、缓解原产能利用率较高的生产瓶颈；2) 价的角度：原材料成本上涨带动产品提价，下游品牌毛利率高、对原料涨价敏感度低、接受度高，但公司从原料端向客户端传导存在 3~6 个月滞后期。此外，公司新增产能中有部分为自产原料、不对外销售，该种策略一方面将提升产业链效率、提升产品的毛利率，另一方面预计产能扩展没有市场预期的乐观。

长期看，公司更大的成长空间来源于新功效原料的开发，在技术及产能上实现突破后，有望依托现有客户实现快速放量。

■ 股价上涨的催化因素

客户拓展超预期；产能投放超预期；其他原料业务超预期。

■ 估值和目标价格

本文采用相对估值法，考虑公司为全球防晒剂龙头、行业地位显著，参考同样为香精香料龙头同业估值水平，建议给予公司 1.2 PEG、对应 22 年估值 22 倍，对应目标价为 43.56 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 投资风险

新增产能投放不及预期；大客户占比高；原材料成本上涨。

内容目录

投资要件	2
1、公司亮点：全球防晒剂隐形龙头	5
1.1、业务梳理：防晒剂&合成香料双主业	5
1.2、竞争优势：产品具有竞争优势，获国际原料巨头/品牌方认可	6
1.2.1、产品：品质、价格具有国际竞争力	6
1.2.2、客户：进入巨头全球供应链体系、合作关系稳定，与第一大客户合作深入	7
2、财务分析：盈利水平提升明显，疫情业绩受损、逐步恢复中	8
2.1、成长：19年以前保持快速增长、20年疫情拖累、21年逐步恢复	8
2.2、盈利：议价力强、盈利水平持续提升	10
2.3、营运：19年以前存货及应收账款周转总体向好，20年以来有所放缓	11
3、未来空间：把握国内外产业趋势，扩产能/研发储备打开成长空间	12
3.1、海外业务：承接全球精细化再分工份额，拓品类/拓客户打开成长空间	12
3.1.1、行业：长期获益全球化精细化工再分工，短期 22Q1 海外疫情缓解订单望恢复	12
3.1.2、公司：合作研发绑定客户内生增长；持续拓展新增客户	12
3.2、国内业务：行业需求提升，公司以防晒剂为切入点、加大国内市场拓展	13
3.2.1、行业：国内防晒需求成长、化妆品新规强监管下活性成分需求增加	13
3.2.2、公司：客户拓展以防晒剂为切入点、未来拓展新品类	14
3.3、产能扩张、为业绩增长提供保障；研发储备、孵化新业务增长点	16
3.3.1、扩充防晒剂、高端日用香精原料、高端个护产能	16
3.3.2、积极研发储备，丰富日用香料、化妆品原料产品	17
4、盈利预测	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值	20
5、风险提示	21

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：科思股份主要业务	5
图表 3：化妆品活性成分及其原料主要产品	6
图表 4：合成香料主要产品	7
图表 5：化妆品活性成分及其原料平均售价（万元/吨）	7
图表 6：合成香料平均售价（万元/吨）	7
图表 7：公司近年前五大客户	8

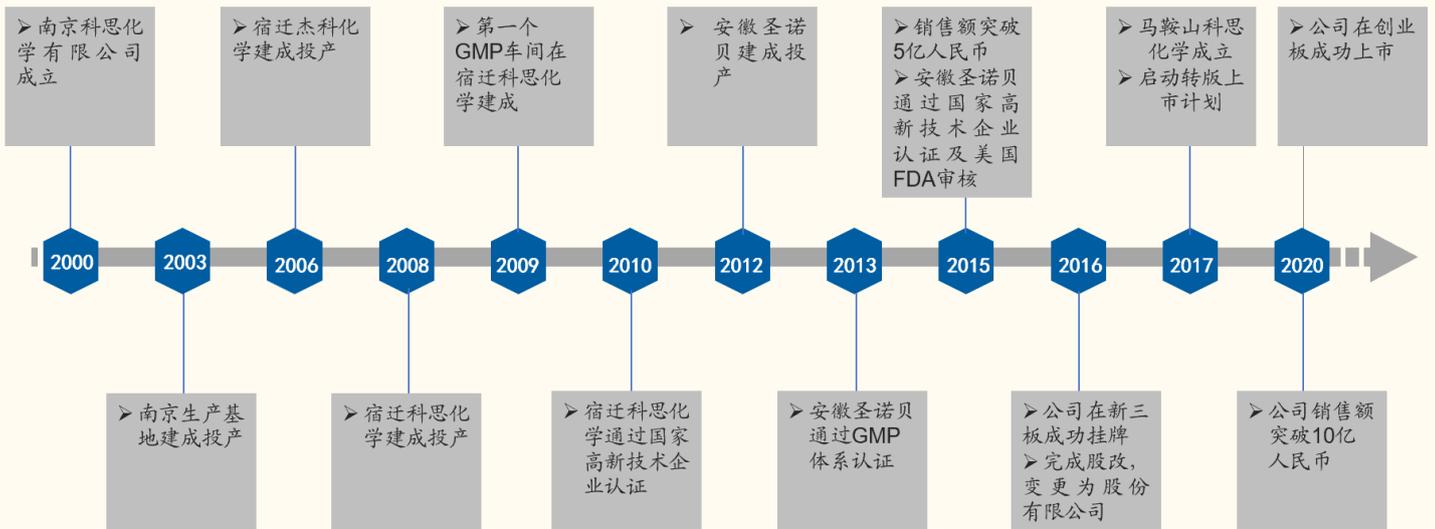
图表 8: 科思股份营收及同比.....	9
图表 9: 科思股份归母净利润及同比.....	9
图表 10: 境内外营收同比增速.....	9
图表 11: 海外销售为主.....	9
图表 12: 科思股份各业务增速.....	10
图表 13: 公司毛利率 (%).....	10
图表 14: 公司分业务毛利率 (%).....	10
图表 15: 公司汇兑损益占总营收比重.....	11
图表 16: 美元/欧元兑人民币汇率.....	11
图表 17: 公司费用率.....	11
图表 18: 公司净利率.....	11
图表 19: 公司存货周转率.....	12
图表 20: 公司应收账款周转率.....	12
图表 21: 公司前十大外销客户拓展情况.....	13
图表 22: 中国防晒市场规模及同比增速.....	14
图表 23: 2019 年各国防晒产品渗透率 (%).....	14
图表 24: 国内营收及同比增速.....	14
图表 25: 分地区毛利率.....	14
图表 26: 公司内销前十大客户介绍.....	15
图表 27: 公司新增产能情况.....	16
图表 28: 公司研发费用率稳步提升.....	18
图表 29: 研发人员占比提升.....	18
图表 30: 公司核心技术.....	18
图表 31: 公司研发中心研发储备.....	18
图表 32: 科思股份各业务产能及产能利用率预测.....	19
图表 33: 科思股份营收拆分 (百万元).....	20
图表 34: 可比公司估值表.....	21

1、公司亮点：全球防晒剂隐形龙头

1.1、业务梳理：防晒剂&合成香料双主业

公司成立于 2000 年，主要产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料。总部位于南京，同时在江苏省宿迁市、安徽省马鞍山市建立制造基地。2015 年，子公司安徽圣诺贝的 GMP 体系通过美国 FDA 认证。2016 年，公司在新三板成功挂牌。2020 年，公司销售额突破 10 亿并成功于创业板上市。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

产品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、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。

公司为全球化学防晒剂制造龙头，是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证的日用化学品原料制造商之一；防晒剂产品市场占有率快速提升，市场份额由 2017 年的 20.65% 提升至 2019 年的 27.88%。

图表 2：科思股份主要业务

公司业务	主要产品	主要应用领域	主要客户	1H21 营收及占比	1H21 毛利率
化妆品活性成分及其原料	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)	防晒膏、霜、乳液等化妆品	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	3.23 亿元、占比 63.6%	36.17%
合成香料	铃兰醛 (LLY)、合成茴脑 (AT)、2-萘乙酮 (β -U80)、对甲氧基苯甲醛 (PMOB)、对叔丁基苯甲醛 (TBB)、对甲基苯乙酮 (TAP)	化妆品、洗涤用品、口腔护理品等	奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司	1.67 亿元、占比 32.7%	31.40%
其他产品	医药、农药中间体及塑料添加剂等产品			1884 万元、占比 3.7%	-17.88%

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

1.2、竞争优势：产品具有竞争优势，获国际原料巨头/品牌方认可

1.2.1、产品：品质、价格具有国际竞争力

■ 防晒剂：产品线丰富、覆盖 UVA、UVB 所有波段

公司防晒剂产品线丰富，涵盖 UVA、UVB 的所有波段，覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，并且公司生产的阿伏苯宗具有一定的市场竞争力、相较发达国家厂商具有更优的成本优势。

此外，公司还生产部分防晒剂原料产品，在原料端具有成本优势。

图表 3：化妆品活性成分及其原料主要产品

主要产品	主要功能	主要用途
阿伏苯宗 (AVB)	一种主要的紫外线 UVA 防晒剂，属于化学防晒剂，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	特别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 (OTC)	较为新型的防晒成分，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	能同时吸收 UVA 和 UVB，是美国 FDA 批准的 I 类防晒剂，在美国和欧洲使用率较高
对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	UVB 是紫外线的良好吸收剂，属于化学防晒剂，能有效防止 UVB290 ~ 320nm 的紫外线	广泛应用于配制防晒霜、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
原膜散酯 (HMS)	一种紫外线 UVB 防晒剂，属于化学防晒剂，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
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；虽然紫外线吸收能力较小，但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，属于化学防晒剂，具有脂溶性和较高的光稳定性，与其他化学防晒剂搭配使用，能显著增加其 SPF 值	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
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，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	主要用途之一就是用来生产防晒剂阿伏苯宗
维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)	一种理化性质稳定的维生素 C 衍生物，经口服或皮肤吸收进入人体后，能通过磷酸酯酶迅速酶解游离出维生素 C，具有维生素 C 所有功效，又克服了维生素 C 怕光、热及金属离子、易被氧化的缺点	可用于食品添加剂、化妆品以及其他领域

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 深耕香精香料二十余年、主力产品铃兰醛竞争力强

公司深耕香料香精行业二十余年，公司是国内较早投入生产对甲氧基苯甲醚、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，与众多国际知名香料香精公司建立了业务合作关系，在合成香料产品具有较强竞争力。

公司生产的铃兰醛品质可达到巴斯夫的水准，且有成本优势。目前全球能够进行大规模生产铃兰醛的制造商仅有巴斯夫、克拉玛 (Emerald Kalama) 和科思股份三家。

图表 4: 合成香料主要产品

主要产品	主要功能	主要用途
铃兰醛 (LLY)	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
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、染料、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)	具有类似山楂的气味	主要用作香料, 配制花香型香精, 用于食品及化妆品、香皂等
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
2-萘乙酮 (β -U80)	是有机合成的原料	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)	有强烈的水果/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、蔷薇、素心兰、新刈草型中

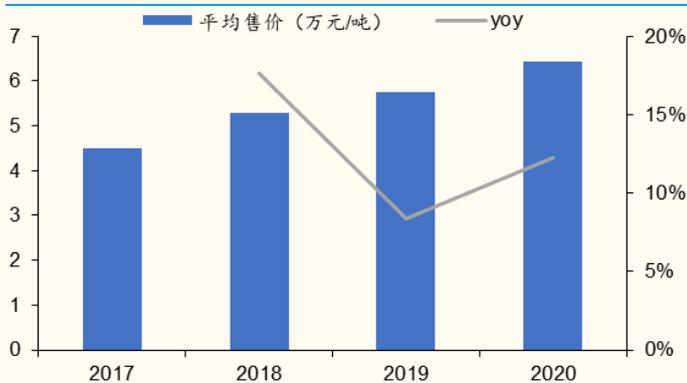
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

■ 产品均价持续提升, 拥有较好的议价能力

除双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S)产品外, 化妆品活性成分及其原料主要产品平均售价稳步增长。阿伏苯宗 (AVB)、对甲氧基肉桂酸异辛 (OMC)、原膜散酯(HMS)、奥克立林 (OCT)、水杨酸异辛酯(OS)2017 年产品售价分别为 67.89/50.76/28.76/45.52/22.06 元/千克。至 2019 年, 产品价格分别提升为 74.04/62.72/38.51/50.28/30.64 元/千克。其中水杨酸异辛酯(OS)及原膜散酯(HMS)2019 年价格增速分别为 30.78%与 24.21%。

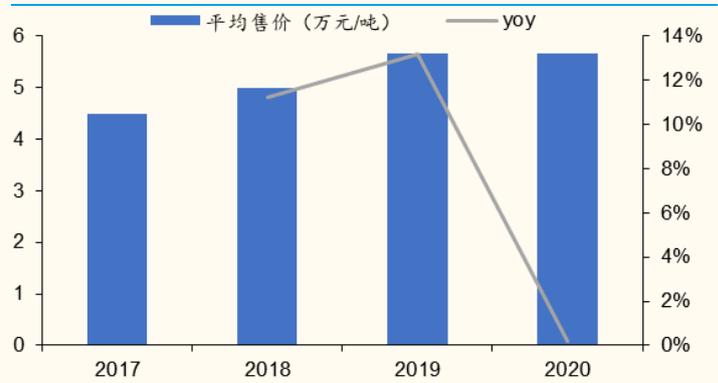
合成香料主要产品售价总体增长。铃兰醛(LLY)、合成茴脑(AT)及对甲氧基苯甲醛(PMOB)平均售价分别由 2017 年 38.13/52.28/51 元/千克增长至 49.05/67.90/65.99 元/千克。2019 年售价增速分别为 18.91%/15.95%/8.47%。

图表 5: 化妆品活性成分及其原料平均售价 (万元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 合成香料平均售价 (万元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2.2、客户: 进入巨头全球供应链体系、合作关系稳定, 与第一大客户合作深入

■ 进入巨头全球供应链体系, 合作关系稳定

下游客户对于供应商的筛选是个长期的过程。新的供应商提供的产品, 需要经过客户小批量、长时间的测试, 确保始终拥有稳定的质量、大批量的供应能力和完善的售后服务后, 才能够正式进入客户的供应商名单。一旦与供应商形成稳定的供应关系后不会轻易更换。

公司优质客户合作稳定, 2017-2019 年前三大客户均为帝斯曼、德之馨、亚什兰, 三者营收合计占比 61.55%/45%/65.59%。其中帝斯曼 2015 年与公司签订协议并建立业务关系、德之馨由公司 2006 年通过展会和电子邮件等方式建立业务往来、亚什兰由公司 2013 年通过展会和后续的邮件联系逐步建立客户关系, 上述客户自建立合作关系以来, 合作关系保持稳定。

图表 7: 公司近年前五大客户

排名	2014		2015		2016.1~3		2017		2018		2019	
	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
1	台耀化学	12.83%	Sun	9.91%	帝斯曼	30.99%	帝斯曼	28.17%	帝斯曼	43.08%	帝斯曼	40.52%
2	德之馨	10.35%	帝斯曼	9.77%	Sun	12.34%	德之馨	10.85%	德之馨	8.70%	亚什兰	9.67%
3	德之馨*	7.99%	台耀化学	7.06%	台耀化学	10.14%	亚什兰	10.77%	亚什兰	6.35%	德之馨	6.23%
4	亚什兰	7.27%	ISP	6.62%	Bayer	5.50%	Sun	5.99%	奇华顿	6.11%	奇华顿	5.62%
5	Sun	6.19%	德之馨	6.48%	德之馨	4.64%	奇华顿	5.76%	拜尔斯道夫	4.21%	上海禾稼	3.55%
合计	-	44.63%	-	39.84%	-	63.61%	-	61.54%	-	68.45%	-	65.59%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 与大客户帝斯曼合作深入

第一大客户帝斯曼营收占比由 2017 年的 28.17% 提升至 2019 年的 40.52%。2015 年公司与帝斯曼开启合作, 2016 年与帝斯曼合作研发出 P-S 和 P-M 产品、完成产品生产线建设, 2017 年开始向帝斯曼供货。同时, 双方签订 10 年《采购协议》, 其中 2018-2023 年为独家供应期、并约定最低采购量。

帝斯曼采购数量与种类增加。公司与帝斯曼签订框架协议, 向帝斯曼供应化妆品活性成分, 其中包括奥克立林、原膜散酯、阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯。

除采购量增加外, 帝斯曼采购的产品种类增加, 2018 年增加了苯基苯并咪唑磺酸与维生素 C 磷酸酯钠的购买。2018 年, 在公司产能有限的情况下, 帝斯曼作为优先服务客户, 销售收入增长远超其他客户。2019 年, 公司产能增加, 对其他客户销售量增加的情况下, 公司对帝斯曼的销售收入占营业收入同比下降 2.56%, 帝斯曼仍为公司的第一大客户。公司与帝斯曼建立了长期稳定的友好合作关系, 是帝斯曼的重要供货商。

2、财务分析: 盈利水平提升明显, 疫情业绩受损、逐步恢复中

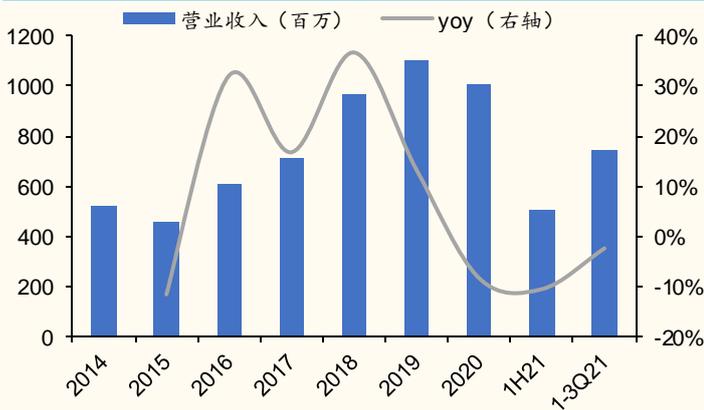
2.1、成长: 19 年以前保持快速增长、20 年疫情拖累、21 年逐步恢复

疫前业绩快速增长, 疫中略受损, 21 年来逐步恢复。2015-2019 年公司营收由 4.61 亿元增长至 11 亿元、对应 CAGR 24.3%; 归母净利润由 2112 万元增长至 1.54 亿元、对应 CAGR 64.24%。

疫情下防晒需求疲软, 20 年及 1H21 业绩略受损, 主要为疫情下海外订单下降。20 年公司营收 10.08 亿元、同降 8.35%, 归母净利润 1.63 亿元、同增 6.35%、净利率 16.21%。1H21 公司营收 5.09 亿元、同降 10.51%; 归母净利润 8649 万元, 同降 7.56%、净利率 17.01%。

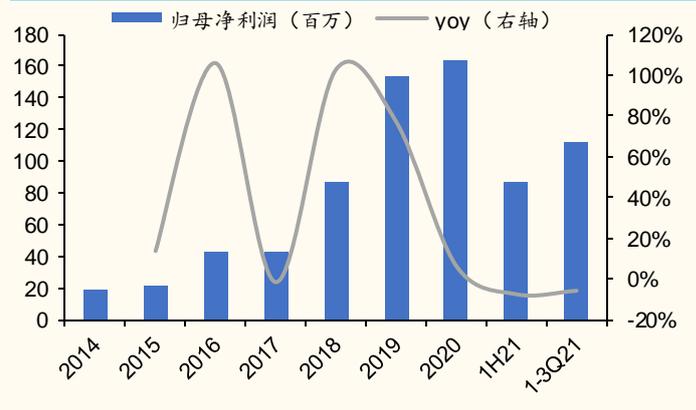
3Q21 营收恢复正向增长, 业绩逐步恢复。1-3Q21 公司实现营收 7.43 亿元、同比微降 2.38%, 归母净利润 1.12 亿元、同比下降 5.86%。分季度看, 1Q-3Q21 营收分别同增-14.35%、-6.15%、21.53%、环比改善, 归母净利润分别同增 1.86%、-17.11%、0.48%, 对应净利率分别为 18.54%/15.42%/10.76%。预计随着下游防晒产品需求回暖, 公司业绩将加快恢复步伐。

图表 8: 科思股份营收及同比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 科思股份归母净利润及同比

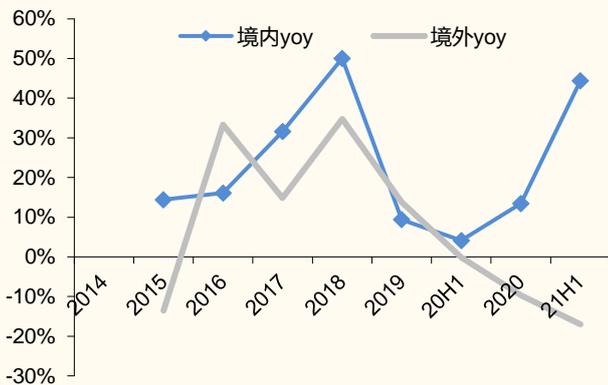


来源: 公司公告, 国金证券研究所

销售模式: 直销、海外销售为主。直销为主、经销为辅, 直销占比 80%+。对于具有一定规模的中大型客户, 采用直接销售模式; 对于地域相对集中但单一客户需求量较小的客户群, 采用经销商销售模式, 以提高效率、降低成本。

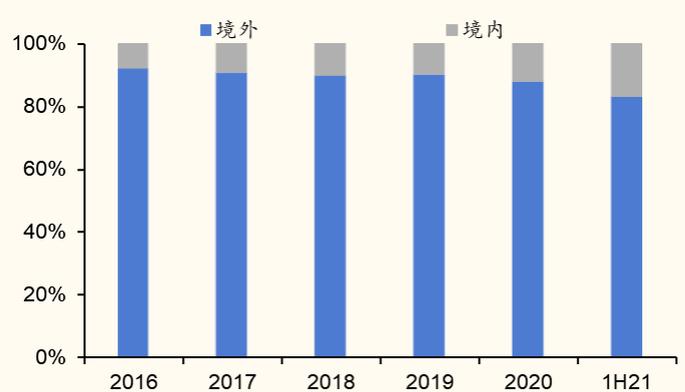
海外销售为主, 占比 80%+, 国内销售占比提升, 2016-1H21 国内销售占比由 8.2% 升至 17.1%, 国内业务占比提升一方面为海外疫情、出口业务受到拖累, 另一方面公司积极拓展国内业务、拉动国内业务增长, 20 年/1H21 国内业务营收分别同增 13.46%/44.41%, 而同期海外业务营收分别同降 9.71%/降 17%。

图表 10: 境内外营收同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 海外销售为主



来源: 公司公告, 国金证券研究所

化妆品活性成分及其原料为公司第一大收入来源。受益于下游防晒产品高景气, 化妆品活性成分及其原料收入增速高于合成香料, 收入占比由 16 年的 62.5% 提升至 19 年的 73.5%。

疫情下防晒剂业务受阻、消杀类需求提升促合成香料快速增长。2020 年疫情下出行受阻、防晒产品需求疲软, 2020 年/1H21 化妆品活性成分及其原料收入分别同降 19.4%/降 16.1%, 收入占比分别降至 64.6%、63.6%。疫情催生洗涤、消毒杀菌类产品需求激增, 从而拉动合成香料业务逆势增长, 2020 年/1H21 合成香料营收分别同增 30.7%/降 0.42%, 收入占比由 19 年的 22% 提升至 20 年的 31.4%, 1H21 占比进一步提升至 32.7%。

图表 12: 科思股份各业务增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2、盈利: 议价力强、盈利水平持续提升

公司毛利率总体呈现上升趋势。公司毛利率影响因素主要有 1) 产能利用率提升、毛利率提升 (2015 年); 2) 新生产工艺上线、降低生产成本、毛利率提升 (2016 年); 3) 生产线改造、影响部分生产、导致成本增加; 4) 原材料价格上涨、公司提升部分产品售价 (2018、2019 年)、PS 产品毛利率较高、占比提升 (2018 年)。

21 年新产能投产拖累毛利率。1~3Q21 各季度毛利率分别为 33.28% (+2.2PCT)、31.91% (-7.47PCT)、23.77% (-12.17PCT)，二季度以来毛利率同比有所下降主要为新增产能陆续投产，预计未来随着未来产能利用率提升、毛利率水平将恢复。

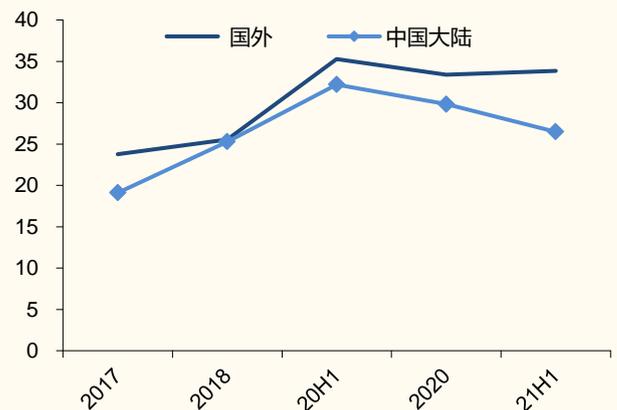
分产品看，化妆品活性成分及其原料毛利率水平较高、合成香料毛利率水平较低，且两项业务的毛利率均呈现上升态势。

图表 13: 公司毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 公司分业务毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 2019 年公司分业务毛利率数据未披露

费用率方面，2019 年及以前公司费用率呈现规模效应、持续下降，2020 年后随着收入增速持续下滑，管理费用较为刚性、呈现上升趋势，销售费用率随收入增长承压、亦呈现下降趋势。

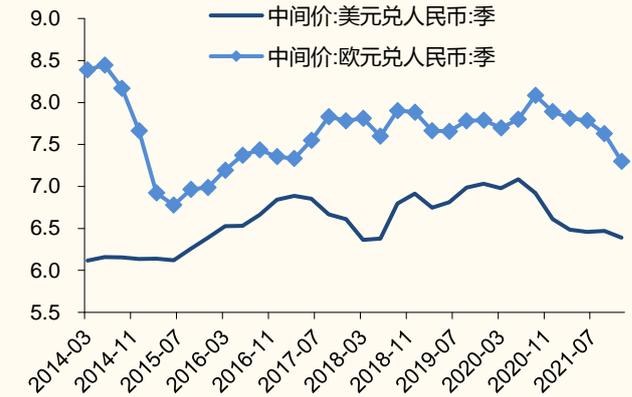
公司出口业务占比较高，主要以美元、欧元计价，汇率波动的影响主要在两方面：1) 人民币汇率升值/贬值，公司产品竞争力下降/提升；2) 自确认收入形成应收账款到收汇期间，汇率的波动产生汇兑损益、从而影响公司的盈利性。近年公司汇兑损益占公司总营收比重不到 $\pm 0.1\%$ ，影响不大。

图表 15: 公司汇兑损益占总营收比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 2016 年的数据实际为 2016.1~3

图表 16: 美元/欧元兑人民币汇率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司出口产品适用国家增值税出口退税政策, 公司产品出口适用 5%/6%^①、9%/10%、13%、16%等退税率。

净利率变动趋势总体与毛利率变动趋势相一致。2020 年净利率达到高点 16.21%、较 2014 年的 3.57%有大幅提升; 1~3Q21 净利率分别为 18.54% (+2.95PCT)、15.42% (-2.04PCT)、10.76% (-2.25PCT)。

图表 17: 公司费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 公司净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

2.3、营运: 19 年以前存货及应收账款周转总体向好, 20 年以来有所放缓

存货及应收账款周转率 19 年以前随着公司收入快速增长, 总体呈现持续提速, 20 年以来随着收入增速承压、存货及应收账款周转率均同比放缓, 1~3Q21 分别为 1.88、5.76 次/年。

^① 根据《关于调整部分产品出口退税率的通知》(财税〔2018〕123号), 自 2018 年 11 月 1 日起原出口退税率 9% 的, 出口退税率提高至 10%; 原出口退税率 5% 的, 出口退税率提高至 6%。根据《关于深化增值税改革有关政策的公告》(财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号), 原适用 16% 税率且出口退税率 16% 的出口货物劳务, 出口退税率调整为 13%。

图表 19: 公司存货周转率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 公司应收账款周转率



来源: Wind, 国金证券研究所

3、未来空间：把握国内外产业趋势，扩产能/研发储备打开成长空间

3.1、海外业务：承接全球精细化再分工份额，拓品类/拓客户打开成长空间

3.1.1、行业：长期获益全球化精细化工再分工，短期 22Q1 海外疫情缓解订单望恢复

上世纪九十年代以来，随着石化行业向深加工方向发展和高新技术的蓬勃兴起，精细化工行业得到前所未有的发展，年均增长在 5%到 6%，高于整个化学工业 2%到 3%的发展速度。美欧日等化学工业发达的国家精细化工最为发达，代表了当今世界精细化工行业的最高水平。目前，我国化工行业精细率约 40%左右，与欧美日发达国家 70%的比重尚存在较大差距。

全球精细化工总体发展稳健，同时有机中间体产业从发达国家向新兴市场转移的趋势日渐明显，化工体系较为完备的新兴市场国家承接了有机中间体研发和外包生产工作，当前承接主要以中低端产品为主，未来有望承接更多的中高级产品。

化学防晒剂行业过往基本由德之馨、巴斯夫、帝斯曼等几家国际公司垄断，其中德之馨是这个细分行业的龙头企业，在阿伏苯宗、奥克立林、原膜散酯等几个大宗防晒剂产品领域都占有较高的份额。随着近几年中印两国的一些企业综合实力的提高，部分企业也开始切入该领域，并希望通过低价策略侵蚀龙头企业的市场份额。国际大型企业日渐将战略重点转向终端产品的研究和市场开发，中低端防晒剂、合成香料及中间体产品将更多向中国、印度等国家进行采购。

香精香料行业呈现高度垄断。从全球前十大香料香精公司的销售数据看，其 1997 年总销售额为 76.12 亿美元，占全球总销售额的 76%，2000 年总销售额为 82.57 亿美元，占全球总销售额的比例降至 64%，此后占比稳中有升，2013 年达到 79.8%。尤其是奇华顿、芬美意、IFF 和德之馨四家公司，近年来其合计市场份额均保持在 50%以上。近年来，全球香料香精大公司纷纷实施产品结构调整，将合成香料生产转移至发展中国家或地区，其本土或国外投资的公司则以生产香精为主。

3.1.2、公司：合作研发绑定客户内生增长；持续拓展新增客户

外销业务公司持续拓展客户资源，公司前十大外销客户，均为公司近 20 年持续拓展而来，并且和部分客户合作深入、品类不断丰富。

图表 21: 公司前十大外销客户拓展情况

客户名称	主营业务/经营范围	合作背景及历史	获得订单的方式	定价政策	2019 年该客户贡献营收 (亿元)	2018 年该客户贡献营收 (亿元)	2017 年该客户贡献营收 (亿元)	合作品类
帝斯曼	为营养及个人护理市场设计、开发、制造和销售功能成分	2015 年签订协议并建立业务关系	磋商 (询价、报价)	协商确定	4.46	4.19	2.00	防晒剂
德之馨	生产和销售香精、天然香料、合成香料、活性成分	2006 年通过展会和电子邮件等方式建立业务往来	招投标	按照该种产品的市场价格随行就市	0.61	0.79	0.72	香精香料
亚什兰	在全球范围内提供专业的化学解决方案	2013 年通过展会和后续的邮件联系逐步建立客户关系	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	1.06	0.61	0.76	
拜尔斯道夫	护肤品及部分化妆品的开发、生产和销售	2016 年起通过展会和后续的电子邮件联系直接建立客户关系	线上竞标和线下磋商相结合	以市场化招投标方式确定价格	0.38	0.41	0.31	防晒剂
芬美意	香精香料的制造及销售	2005 年通过电话沟通建立客户关系	磋商 (询价、报价)	以市场化招投标方式确定价格	0.32	0.33	0.27	香精香料
Sun Cel Inc.	化妆品原料等分销	2013 年起从公司采购并销售给下游客户	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	0.38	0.25	0.43	
奇华顿	生产日用香精和食用香精化合物,生产香水类产品,销售自产产品	2003 年即已建立客户关系,通过年度合同方式建立业务往来	招投标	以市场化招投标方式确定价格	0.32	0.33	0.26	香精香料
欧莱雅	生产和销售化妆品	通过展会、电子邮件沟通等方式启动相关认证工作,并于 2013 年完成评估,2014 年开始通过经销商采购	招投标	以市场化招投标方式确定价格	0.24	0.16	-	防晒剂
强生	多元化的医疗卫生保健品及消费者护理产品生产和销售	2013 年即通过电话沟通、当面交流、样品认证等方式进行多轮沟通和评估,2018 年建立业务关系	招投标	按照该种产品的市场价格随行就市	0.25	-	-	防晒剂
扶桑化学	生命科学和电子材料化学相关产品的生产和销售	扶桑化学的对叔丁基苯甲酸产线停产后,从公司采购对叔丁基苯甲酸	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	0.16	0.20	0.15	-

来源:公司公告,国金证券研究所

3.2、国内业务: 行业需求提升, 公司以防晒剂为切入点、加大国内市场拓展

3.2.1、行业: 国内防晒需求成长、化妆品新规强监管下活性成分需求增加

■ 国内防晒行业近年复合双位数增长、消费持续升级

2010 年国内防晒化妆品市场规模为 54 亿元。至 2019 年, 国内防晒化妆品市场规模已达 135 亿元, 同比增速 18.4%, 国内市场规模扩大一倍。2020

年，尽管在疫情影响下增速有所放缓，市场规模仍扩大至达 144 亿元。预期 2025 年，国内防晒化妆品市场规模可达 244 亿元。

2019 年中国防晒产品渗透率 16%，法国、英国及韩国防晒产品渗透率分别为 28%/31%/57%。与之相比，我国防晒化妆品仍处于发展早期，渗透率低。未来国内防晒化妆品潜在市场规模较大。根据 CBNdata，自 2018 年以来，线上消费趋势递增，客单价逐年增加。消费者防晒意识逐渐形成，消费者越来越多的关注化妆品的防晒功效，公司的国内潜在消费群体扩大。

图表 22：中国防晒市场规模及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 23：2019 年各国防晒产品渗透率 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 化妆品新规颁布、功效验证增加活性化妆品需求

2021.1 化妆品新规颁布，新规要求化妆品新品注册备案需提交功效验证报告，并于 2021.5 月开始实施，其中 1) 2021 年 5 月 1 日前已取得注册或者完成备案的化妆品，2022.5.1 前补充功效验证报告；2) 2021 年 5 月 1 日前已取得注册或者完成备案的化妆品，2023.5.1 前补充功效验证报告；3) 2022.1 开始，不再有缓冲期，所有新品在注册备案时需要同步提交功效验证报告。

过去新品注册备案无强制要求功效性验证，部分不良品牌不添加或者少添加；新规后，较严的监管条件倒逼品牌方实质性的添加，行业增加了化妆品活性成分。

公司业务中的防晒剂属于活性化妆品原料，且属于适用注册制的高风险原料，被品牌运用在防晒类产品、带动防晒功能的粉底类产品中。随着监管的趋严、公司作为相关原料龙头有望优先获益。

3.2.2、公司：客户拓展以防晒剂为切入点、未来拓展新品类

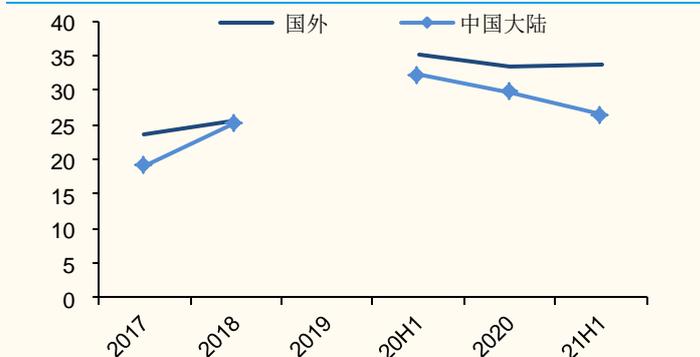
公司近年国内业务保持快速增长，未来公司国内业务将以防晒剂为切入点、为拓展新品类打下客户基础。

图表 24：国内营收及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：分地区毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2019 年数据缺失

图表 26: 公司内销前十大客户介绍

客户	客户介绍	客户获取方式	订单获取方式	定价政策	19 年贡献营收 (亿元)	19 年贡献营收占比
高露洁	全球范围内生产和制造日化消费品	2016 年通过当面拜访等方式建立业务往来	招投标	按照该种产品的市场价格随行就市	0.09	0.83%
PRODUCT QUESTMFG	生产非处方类的保健及美容护理产品	通过展会、电子邮件沟通及样品认证, 2013 年起建立业务关系	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	-	-
IFF	生产用于各类消费品的香精香料	2011 年起通过电话和电子邮件沟通建立业务联系	招投标	以市场化招投标方式确定价格	0.02	0.22%
上海禾稼贸易有限公司	电子产品、仪器仪表、化工原料及产品 (除危险化学品、监控化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品、易制毒化学品)、办公用品及设备、电脑及配件、玩具、工艺礼品、日用百货批发零售; 食品添加剂销售; 商务信息咨询 (除经纪)、会展会务服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	2011 年开始建立业务往来	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	0.39	3.55%
杭州展翼化工有限公司	不带储存经营 (批发无仓储经营): 危险化学品 (具体经营范围详见《危险化学品经营许可证》, 上述经营范围应在批准的有效期限内方可经营); 批发、零售、进出口; 化工产品 (除化学危险品及易制毒化学品), 五金交电, 建材, 针纺织品, 日用百货、电子产品及零配件、汽车零配件、机械设备 (国家法律、行政法规规定禁止经营的项目除外, 法律、行政法规规定限制经营的项目取得许可证后方可经营)。(涉及国家规定实施准入特别管理措施的除外) (依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	2016 年成立后逐步建立业务往来。	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	0.03	0.26%
兴化市鹏程水处理材料有限公司	聚丙烯酰胺 (阳离子、阴离子)、结晶氯化铝、聚合氯化铝、聚合氯化铝铁、脱色剂、硫酸亚铁、硫酸铁、氢氧化钙、氯化钠、氯化铵、氯化钾、杀菌灭藻剂、阻垢剂、除臭剂、活性炭、阀门、管材、工业盐销售 (不含危险化学品)。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	2017 年通过公开信息获取需求信息, 并电话和面谈方式建立业务往来	磋商 (询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	-	-
DKSH Holding Ltd.	贸易代理、市场拓展服务	2015 年通过展会、电子邮件等方式建立业务往来	参加终端客户的招投标	以市场化招投标方式确定价格	0.03	0.32%

客户	客户介绍	客户获取方式	订单获取方式	定价政策	19年贡献营收(亿元)	19年贡献营收占比
高砂	生产及销售日化香精、食用香精、香料、香气成分及精细化学品	2010年通过电话、电子邮件等普通贸易方式建立业务往来	招投标	以市场化招投标方式确定价格	0.02	0.15%
江苏格罗瑞生物科技有限公司	生物医药、农药、化肥的技术开发; 高分子材料的技术开发; 化工产品(不含危化品)销售; 自营和代理各类商品及技术的进出口业务(国家限定企业经营或禁止进出口商品和技术的除外); 危险化学品经营(按许可证所列范围经营)。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	2017年建立业务关系, 在国内经销对叔丁基苯甲酸产品	磋商(询价、报价)	按照该种产品的市场价格随行就市	-	-
宝洁	生产和销售洗涤和清洁的日化消费品, 纸张, 美容护理, 食品和饮料, 保健领域的消费品	2016年起先在亚太区开展业务, 随后在宝洁全球皮肤护理工厂开展业务。	招投标	以市场化招投标方式确定价格	0.01	0.14%

来源: 公司公告、国金证券研究所

3.3、产能扩张、为业绩增长提供保障; 研发储备、孵化新业务增长点

3.3.1、扩充防晒剂、高端日用香精原料、高端个护产能

公司现有生产基地位于江苏宿迁(子公司宿迁科思、宿迁杰科)及安徽马鞍山(子公司安徽圣诺贝), 其中江苏宿迁生产合成香料、化妆品活性成本及其原料, 安徽马鞍山生产化妆品活性成分。

截止 2020 年底, 公司化妆品活性成分及其原料设计产能 2.38 万吨/年、产能利用率为 61.66% (其中 2017~2019 年阿伏苯宗产能利用率分别为 99.34%、99.75%和 98.87%, 产销率分别为 95.57%、99.66%和 109.33%, 已远不能满足公司业务发展的需要); 合成香料 9800 吨/年、产能利用率为 92.63%。

■ 募投马鞍山科思 2.5 万吨/a 高端日用香精原料及防晒剂产能扩张项目

公司以子公司马鞍山科思为主体积极扩产, 公司 IPO 募集项目之一的马鞍山科思 2.5 万吨/a 高端日用香精原料及防晒剂配套项目(一期)工程总投资 4.3 亿元, 计划建设周期 2 年, 4 年达产(第一年 40%/第二年 60%/第三年 80%/第四年满产), 预计达产完全达产后贡献年营收 3.9 亿元、净利润 4561 万元。

截止 2021 年 8 月, 阿伏苯宗(防晒剂、2000 吨)、水杨酸制水杨酸甲酯(防晒剂原料、8000 吨)、辛基三嗪酮(防晒剂、1000 吨)、水杨酸苄酯(香料、1500 吨)、水杨酸正己酯(香料、1500 吨)、水杨酸异戊酯(香料原料、1500 吨)和水杨酸正戊酯(香料原料、1500 吨)生产线已投料试生产。

图表 27: 公司新增产能情况

项目名称	产品名称	产品介绍	产能	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	主要的紫外线 UVA 防晒剂	2000	已投料试生产
	水杨酸苄酯	合成香料, 广泛用作花香型和非花香型香精的稀释剂和定香剂	1500	已投料试生产

	水杨酸正己酯	日用香料的定香剂，也用作烟草香精，是配制素心兰、康乃馨、馥奇等花香型香精的修饰剂	1500	已投料试生产
	水杨酸甲酯	水杨酸异辛酯等防晒剂的重要原料	8000	水杨酸生产线未投资建设，水杨酸制水杨酸甲酯生产线已投料试生产
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	用于制备水杨酸戊酯，水杨酸戊酯具有定香作用，可用于配制多种类型的香精	1500	已投料试生产
	水杨酸正戊酯		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	新型广谱防晒剂，既可吸收 UVB 段紫外线，又可吸收 UVA 段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂	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	二乙氧基羟苯甲酰基 苯甲酸己酯	新型防晒剂	500	建设中，预计至 2022 年 9 月竣工投产

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：浅蓝底色的产能为防晒剂及其原料的产能

■ 丰富业务矩阵，21 年与安庆、南京江宁达成合作，进军高端个护领域

2021 年 9 月 29 日，公司与安庆高新技术产业开发区管理委员会签署《安庆高新技术产业开发区项目投资合作协议》，计划投资建设高端个人护理品及合成香料项目，项目总投资约 30 亿元（含土地出让金），占地约 500 亩。预计达产后年产值约 43 亿元、年产能 9.5 万吨。

2021 年 11 月 10 日，公司与南京江宁经济技术开发区管理委员会签署《投资建设协议》，计划投资建设“高端个人护理品产业基地”，项目总投资 5 亿元（含土地出让金），占地约 44 亩工业用地。

3.3.2、积极研发储备，丰富日用香料、化妆品原料产品

持续创新，采用“前沿技术研究、在研产品开发、在产持续优化”的产品研发策略。研发费用率占比由 2017 年的 2.91% 上升至 1H21 的 4.5%，研发人员占比由 2017 年的 13.12% 上升至 2020 年的 16.82%。

截至 2020 年，公司拥有 130 余项专利技术，其中产品发明专利 22 项。

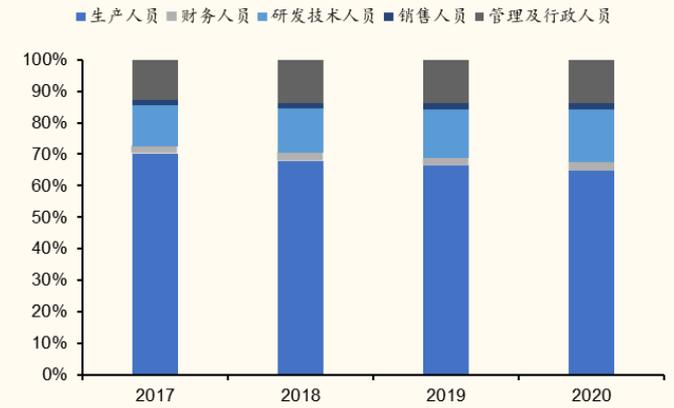
公司形成核心技术和特色生产工艺，如脱色-薄膜蒸馏纯化技术、高效循环节能技术、高选择性加氢技术、绿色氧化反应技术、相界面反应技术、Friedel-Crafts 烷基化/酰基化反应技术。

图表 28: 公司研发费用率稳步提升



来源: 国金证券研究所

图表 29: 研发人员占比提升



来源: 国金证券研究所

图表 30: 公司核心技术

核心技术名称	技术来源	主要应用产品	技术所处阶段
高选择性加氢技术	自主研发	铃兰醛、异佛尔醇 (中间品)	大批量生产
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
Friedel-Crafts 烷基	自主研发	对叔丁基苯甲苯	大批量生产
Friedel-Crafts 酰基	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
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、对甲基苯甲基樟脑、依托立林	大批量生产
醚化反应技术	自主研发	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛	大批量生产
酯化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲酸甲酯	大批量生产
MPV 化学还原技术	自主研发	合成茴脑	大批量生产
纳米研磨技术	自主研发	P-M	大批量生产

来源: 公司招股书说明书、国金证券研究所

此外, 公司 IPO 募投项目之一的安徽圣诺贝研发中心建设、总投资 6160 万元, 定位国际一流的日用香原料、化妆品原料及其它功能化学品的研发中心。

图表 31: 公司研发中心研发储备

研究领域	研发内容
日用香原料	围绕吐纳麝香、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	围绕新型防晒剂、高性能美白剂及其它化妆品活性成分等方面展开工艺研究
防晒剂	依坎舒等高档防晒剂
高性能美白剂	围绕 α-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、辛酰水杨酸等展开工艺研发, 其中 α-熊果苷、覆盆子酮葡萄糖苷等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。
其它化妆品原料	神经酰胺、异抗坏血酸钠等展开研发

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、盈利预测

4.1 盈利预测

■ 产能预测:

化妆品活性成分及其原料: 2020 年 10 月年产 2000 吨阿伏苯宗 (防晒剂) 生产线进入试生产阶段, 1H21 年产 1000 吨辛基三嗪酮 (防晒剂)、8000 吨水杨酸制水杨酸甲酯 (防晒剂原料) 投料试生产, 预计 2021 年合计新增 3000 吨产能。21 年合计新增产能 11000 吨。

年产 500 吨二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（新型防晒剂）生产线计划于 2022 年 9 月投产，预计 2022 年新增 500 吨产能。

合成香料：1H21 水杨酸苄酯（香料、1500 吨）、水杨酸正己酯（香料、1500 吨）、水杨酸异戊酯（香料原料、1500 吨）和水杨酸正戊酯（香料原料、1500 吨）投料试生产，预计 2021 年合计新增 6000 吨产能。

图表 32：科思股份各业务产能及产能利用率预测

业务与产能		2020	2021E	2022E	2023E
化妆品活性成分及其原料	原产能（吨）	23800	23800	23800	23800
	利用率	61.66%	61.66%	61.66%	61.66%
	新增产能 1		11000	-	-
	产能释放节奏		20%	40%	60%
	新增产能 2			500	
	产能释放节奏			20%	40%
	产量（吨）	14675.08	15775.08	19175.08	21375.08
综合产能利用率	62%	45%	54%	61%	
合成香料	原产能（吨）	9800	9800	9800	9800
	利用率	93%	93%	93%	93%
	新增产能（吨）		6000	-	-
	产能释放节奏		30%	50%	80%
	产量	9114	10014	12114	13914
	综合产能利用率	93%	63%	77%	88%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：综合产能利用率=新旧产能利用率的加权平均

■ 营业收入：

我们预测科思股份 2021-2023 年营业收入 10.97/13.96/16.03 亿元，YoY+8.73%/27.34%/14.82%。关键假设如下：

1) **化妆品活性成分及其原料：**假设旧产能保持原有的利用率、新增产能按照第一年 20%、第二年 40%、第三年 60% 的速度进行释放，预计 2021-2023 年综合产能利用率为 45%/54%/61%；由于新增防晒剂原料产能主要为自用，预计 2021-2023 年（外销量/产量）为 70%/64%/61%。销售单价方面，Q3 原材料价格急剧上涨，公司向客户提升价格存在一定滞后性，预计主要体现在 22 年，预计 2021-2023 年销售单价增速分别为 3%/10%/3%。综上，预计 2021-2023 年化妆品活性成分及其原料收入 7.33/9.02/9.75 亿元，增速分别为 13%/23%/8%。

2) **合成香料：**考虑到新生产线需经历一定爬坡期才能达产、后疫情时期洗涤及消毒杀菌类产品需求稳定增长，预计 2021-2023 年合成香料产能利用率为 63%/77%/88%。考虑部分新增产能为香料原料，预计 2021-2023 年（外销量/产量）为 55%/58%/63%。销售单价方面，Q3 原材料价格急剧上涨，公司向客户提升价格存在一定滞后性，预计主要体现在 22 年，2021-2023 年销售单价增速分别为 3%/10%/3%。综上，预计 2021-2023 年合成香料业务稳健增长，收入分别为 3.21/4.50/5.82 亿元，增速分别为 1%/40%/29%。

■ **毛利率：**随着原材料及海运成本逐步稳定、部分产品提价及高毛利产品占比提升、产能利用率提升，预计 2021-2023 年公司整体毛利率水平稳中微升、分别为 30.77%/32.3%/33.3%，其中化妆品活性成分及其原料毛利率分别为 33%/34%/35%，合成香料毛利率分别为 31%/32%/33%

■ **费用端：**

销售费用：加大市场开拓力度、销售支出将有所增加，预计 2021-2023 年销售费用率分别为 1.2%、1.4%、1.5%。

管理费用：受益于规模效应，预计 2021-2023 年管理费用率有所下降，分别为 8%、7.5%、7.3%。

研发费用：预计 2021-2023 年研发费用率稳定在 4%。

归母净利润：疫情影响逐渐消退、下游防晒产品需求回暖，21 年收入端逐季改善，中长期看新生产线投产释放产能、原料成本上涨带动产品价格上涨、有望直接增厚业绩，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.69/2.23/2.70 亿元，分别同增 3.12%/32.38%/21.15%，对应 EPS 分别为 1.49/1.98/2.39 元。

图表 33：科思股份营收拆分（百万元）

产品		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总体	营业总收入（百万）	972	1100	1008	1097	1396	1603
	yoy	36.7%	13.2%	-8.4%	8.7%	27.3%	14.8%
	毛利率	24.8%	30.8%	33.0%	30.8%	32.3%	33.3%
化妆品活性成分及其原料	收入（百万）	685	809	652	733	902	975
	yoy	48%	18%	-19%	13%	23%	8%
	毛利率	25.8%	32.0%	35.4%	33.0%	34.0%	35.0%
	平均售价（万元/吨）	5.30	5.74	6.45	6.6	7.3	7.5
	yoy	17.66%	8.40%	12.29%	3%	10%	3%
	产量（吨）	16,896	18,627	14,674	15775.08	19175.08	21375.08
	yoy	21.5%	10.2%	-21.2%	7.5%	21.6%	11.5%
	销量（吨）	12,927	14,082	10,107	11043	12353	12953
	yoy	26%	9%	-28%	9%	12%	5%
销量/产量	77%	76%	69%	70%	64%	61%	
合成香料	收入（百万）	234	242	317	321	450	583
	yoy	18%	4%	31%	1%	40%	29%
	毛利率	23.8%	29.9%	31.2%	31.0%	32.0%	33.0%
	平均售价（万元/吨）	4.99	5.65	5.67	5.84	6.42	6.61
	yoy	11.24%	13.20%	0.22%	3%	10%	3%
	产量（吨）	8,237	8,422	9,077	10014	12114	13914
	yoy	14.77%	2.25%	7.78%	10.3%	21.0%	14.9%
	销量（吨）	4,684	4,288	5,594	5507.7	7010.16	8810.16
销量/产量	50%	44%	57%	55%	58%	63%	
其他	收入（百万）	53	49	40	42	44	46
	yoy				5%	5%	5%
	毛利率			7.65%	-10.00%	0.00%	0.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：化妆品活性成分及其原料/合成香料收入计算公式：营业收入=产能*产能利用率*（外销量/产量）*单价

4.2 相对估值

公司主营业务为防晒剂等化妆品活性成分及其原料、合成香。可比公司有涉足日化原料业务的赞宇科技、天赐材料，香精香料企业爱普股份及华宝股份等。

同业 21~23 年平均 PE 分别为 20/15/12 倍，PEG 范围在 0.15~2.14、幅度较大。考虑公司在防晒剂领域为全球龙头、行业地位显著，参考同样为香精香料龙头的华宝股份估值，建议给予公司 1.2 PEG、对应 22 年估值 22 倍，对应目标价为 43.56 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 34：可比公司估值表

公司名称	收盘价	EPS				PE				3 年 CAGR	PEG 22 年	市值 (亿元)
	2022/3/10	20	21E	22E	23E	20	21E	22E	23E			
赞宇科技	18.00	0.73	1.73	2.17	2.73	25	10	8	7	54.99%	0.15	85
天赐材料	96.31	0.56	2.41	4.20	5.51	173	40	23	17	114.90%	0.20	924
爱普股份	11.17	0.44	0.55	0.67	0.87	25	20	17	13	25.04%	0.66	43
华宝股份	27.47	1.92	2.02	2.15	2.28	14	14	13	12	6.01%	2.13	169
平均	-	-	-	-	-	55	20	15	12	-	-	-
科思股份	41.45	1.45	1.49	1.98	2.40	29	28	21	17	18.40%	1.14	47

来源：Wind，国金证券研究所

注：1、赞宇科技、天赐材料、爱普股份、华宝股份盈利预测使用 Wind 一致预测；2、股价更新至 2022 年 3 月 10 日

5、风险提示

新增产能投放不及预期：公司新工厂投产、若接单情况未同步增加、增加短期摊销、单位产品生产成本提升、公司毛利率总体下降。

客户集中度较高风险：2017-2019 年前五大客户营收占比分别为 61.54%、68.45%、65.59%，第一大客户帝斯曼营收占比超过 40%，若主要客户市场份额缩减或转向其他厂商，公司的业务将受到较大影响。

原材料价格上涨：公司主要原料为基础化工产品，原材料价格与石油价格相关。公司原材料成本上涨向客户传导存在一定的滞后性，在原材料价格上涨背景下，公司短期盈利将受到影响。

限售股解禁风险：22 年 7 月 22 日公司有 50 万股限售股解禁，占总股本 0.44%，限售股解禁增加短期流动性、股价或出现短期调整。

关键指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	36.69%	13.23%	-8.35%	8.73%	27.34%	14.82%
归母净利润增长率	102.78%	77.16%	6.35%	3.12%	32.38%	21.15%
EBITDA 增长率	71.96%	47.89%	4.19%	-26.66%	40.57%	21.31%
EBIT 增长率	117.92%	72.28%	4.51%	4.00%	4.00%	4.00%
估值指标						
PE				28.25	21.34	17.62
PB				2.93	2.61	2.30
EV/EBITDA				25.67	18.26	15.05
EV/EBIT				26.15	18.53	15.26
EV/NOPLAT				29.77	21.27	17.60
EV/Sales				4.39	3.44	3.00
EV/IC				2.96	2.63	2.32
盈利能力 (%)						
毛利率	24.85%	30.76%	32.98%	30.77%	32.29%	33.27%
EBITDA 率	17.06%	22.29%	25.34%	17.09%	18.86%	19.93%
EBIT 率	11.57%	17.61%	20.08%	16.77%	18.59%	19.67%
税前净利润率	10.11%	16.18%	19.09%	17.87%	18.69%	19.72%
税后净利润率 (归属母公司)	8.93%	13.97%	16.21%	15.37%	15.98%	16.86%
ROA	9.75%	15.06%	9.73%	9.03%	10.53%	11.26%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.01%	28.20%	11.08%	10.36%	12.21%	13.05%
ROIC	15.22%	20.95%	11.64%	9.72%	12.14%	13.02%
偿债能力						
流动比率	0.82	1.11	5.47	5.05	4.81	4.93
速动比率	0.37	0.49	4.15	3.75	3.49	3.62
归属母公司权益/有息债务	1.79	2.20	-	-	-	-
有形资产/有息债务	3.59	3.88	-	-	-	-
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	1.02	1.82	1.45	1.49	1.98	2.39
每股经营现金流	1.09	1.86	1.44	1.37	1.41	2.02
每股股利	0.00	0.00	0.15	0.15	0.20	0.24
每股自由现金流 (FCFF)	0.25	0.92	-4.29	0.60	0.94	1.55
每股净资产	4.88	6.44	13.07	14.41	16.19	18.35
每股销售收入	11.48	13.00	8.93	9.71	12.37	14.20

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	972	1,100	1,008	1,097	1,396	1,603	货币资金	27	90	122	173	257	405	
增长率	13.2%	-8.4%	8.7%	27.3%	14.8%		应收款项	107	106	140	136	173	199	
主营业务成本	-730	-762	-676	-759	-945	-1,070	存货	208	282	251	295	368	416	
%销售收入	75.2%	69.2%	67.0%	69.2%	67.7%	66.7%	其他流动资产	33	27	526	542	544	546	
毛利	241	338	333	337	451	533	流动资产	376	506	1,039	1,147	1,341	1,565	
%销售收入	24.8%	30.8%	33.0%	30.8%	32.3%	33.3%	%总资产	42.3%	49.5%	61.9%	61.4%	63.3%	65.2%	
营业税金及附加	-7	-8	-8	-9	-11	-13	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	450	445	561	656	711	766	
销售费用	-37	-36	-9	-13	-20	-24	%总资产	50.6%	43.6%	33.4%	35.1%	33.5%	31.9%	
%销售收入	3.8%	3.3%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	无形资产	48	49	59	64	67	70	
管理费用	-56	-66	-74	-88	-105	-117	非流动资产	514	515	640	720	778	836	
%销售收入	5.8%	6.0%	7.3%	8.0%	7.5%	7.3%	%总资产	57.7%	50.5%	38.1%	38.6%	36.7%	34.8%	
研发费用	-29	-34	-39	-44	-56	-64	资产总计	890	1,021	1,679	1,867	2,119	2,401	
%销售收入	3.0%	3.1%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	231	247	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	112	194	202	184	260	315	应付款项	182	166	146	177	221	250	
%销售收入	11.6%	17.6%	20.1%	16.8%	18.6%	19.7%	其他流动负债	43	43	44	50	58	68	
财务费用	-16	-15	-17	-7	-8	-8	流动负债	457	456	190	227	279	317	
%销售收入	1.7%	1.3%	1.6%	0.6%	0.5%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	1	0	2	0	0	0	其他长期负债	20	20	14	12	12	12	
公允价值变动收益	0	-2	3	10	0	0	负债	477	476	204	239	292	330	
投资收益	0	2	3	12	12	12	普通股股东权益	413	545	1,475	1,627	1,828	2,071	
%税前利润	0.0%	1.4%	1.5%	6.1%	4.6%	3.8%	其中：股本	85	85	113	113	113	113	
营业利润	101	182	195	199	264	319	未分配利润	195	326	460	612	813	1,056	
营业利润率	10.4%	16.5%	19.4%	18.1%	18.9%	19.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-3	-4	-3	-3	-3	-3	负债股东权益合计	890	1,021	1,679	1,867	2,119	2,401	
税前利润	98	178	192	196	261	316	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	10.1%	16.2%	19.1%	17.9%	18.7%	19.7%	每股指标							
所得税	-11	-24	-29	-27	-38	-46	每股收益	1.025	1.815	1.448	1.493	1.977	2.395	
所得税率	11.7%	13.7%	15.1%	14.0%	14.5%	14.5%	每股净资产	4.878	6.438	13.070	14.414	16.193	18.349	
净利润	87	154	163	169	223	270	每股经营现金净流	1.088	1.857	1.444	1.367	1.406	2.023	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	-	-	0.15	0.150	0.20	0.24	
归属于母公司的净利润	87	154	163	169	223	270	回报率							
净利率	8.9%	14.0%	16.2%	15.4%	16.0%	16.9%	净资产收益率	21.01%	28.20%	11.08%	10.36%	12.21%	13.05%	
							总资产收益率	9.75%	15.06%	9.73%	9.03%	10.53%	11.26%	
							投入资本收益率	15.22%	20.95%	11.64%	9.72%	12.14%	13.02%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	36.69%	13.23%	-8.35%	8.73%	27.34%	14.82%	
							EBIT增长率	117.92%	72.28%	4.51%	-9.16%	41.09%	21.50%	
							净利润增长率	102.78%	77.16%	6.35%	3.12%	32.38%	21.15%	
							总资产增长率	6.35%	14.75%	64.47%	11.16%	13.55%	13.29%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	38.1	35.0	44.3	45.0	45.0	45.0	
							存货周转天数	88.1	117.4	143.9	142.0	142.0	142.0	
							应付账款周转天数	95.5	83.1	84.0	85.0	85.0	85.0	
							固定资产周转天数	166.7	138.1	196.9	207.7	176.2	164.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	49.26%	28.80%	-41.67%	-41.53%	-41.54%	-43.82%	
							EBIT利息保障倍数	7.0	13.3	12.2	26.5	34.4	38.7	
							资产负债率	53.58%	46.61%	12.13%	12.83%	13.75%	13.74%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	6	8
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.33	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402