

科思股份 (300856)

全球防晒剂龙头，成就原料国货崛起之路

买入 (首次)

2022年05月28日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

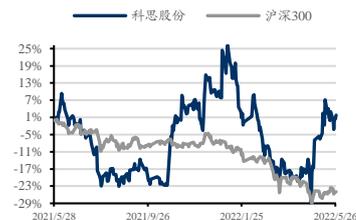
zhangjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,090	1,428	1,730	1,943
同比	8%	31%	21%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	133	213	276	330
同比	-19%	60%	30%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.18	1.89	2.45	2.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	43.96	27.44	21.13	17.67

投资要点

- **深耕二十年，成就全球防晒剂龙头。**公司主要从事防晒剂等化妆品活性成分和合成香料的研发、生产和销售。2021年化妆品原料剂、合成香料分别实现营收7.3/3.2亿元，营收占比分别为67.0%/29.6%。公司以直销为主、经销为辅，2021年直销占比达83.5%。另外深度绑定帝斯曼、亚什兰、德之馨等跨国大客户，2021年前五大客户占比达57.1%。公司境外客户占比达八成以上，同时也赢得越来越多国内厂商和客户的认同。
- **疫情使得业绩暂时承压，2022Q1以来盈利水平已逐步修复。**随着公司逐步对部分产品提价转移成本压力，2022Q1以来盈利能力环比有所修复，毛利率/销售净利率分别为26.3%/14.1%，分别环比提升6pct/8pct。公司作为化妆品原料龙头，成本传导能力较强，看好盈利能力持续修复。
- **防晒剂为化妆品原料黄金赛道，香料香精空间广阔，均集中度较高。**(1) **需求端：**根据欧睿预计，2021年中国防晒化妆品终端的市场规模为165亿元，2016-2021年增速CAGR为11.7%，远高于世界平均水平，中国防晒品渗透率仅为英法韩的1/2~1/3。防晒剂添加量较大、原料审批严格、需求增长较快，是化妆品原料的黄金赛道。香料香精应用广泛，其中亚洲增速最快、潜力较大。(2) **供给端：**防晒剂和香料格局均较为集中。我们认为，巴斯夫、德之馨等国际龙头企业在技术、市场等方面具有先发优势，随着国内化妆品市场的持续增长和精细化工产业的发展，国内企业如科思股份也快速崛起，成为全球最重要的防晒剂厂商之一，长期来看有望逐步将规模制造优势转化为品牌优势。
- **短期盈利改善叠加需求回暖，中长期产能扩张保障业绩持续增长。**(1) **短期：量价齐升。**从盈利端看，公司提价滞后于成本上涨，2021Q4以来开始提价，盈利持续修复；从需求端看，海外疫情影响减少，公司境外占比较高需求有所回暖。(2) **中长期：产能扩张、新品类扩展。**募投项目已有三项开始投产，其余也预计将于今年建成投产，并在未来3-4年持续释放产能。另外，安庆高新、南京江宁两大高端个护原料剂为主的生产和研发基地也规划建设，安庆高新达产产值预计为43亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司是全球防晒剂龙头，资质完善、深度绑定国际大客户。从短期来看，公司具有提价带来盈利修复、终端需求回暖、募投产能放量等多重利好，有望实现量价齐升。从中长期看，两大高端个护及合成香料项目已规划建设，品类研发拓展也持续进行，长期增长动能充分。我们预计公司2022-24年分别实现归母净利润2.1/2.8/3.3亿元，分别同增60.2%/29.9%/19.5%，当前市值对应2022-24年PE27/21/18X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、疫情反复、重要客户流失。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.74
一年最低/最高价	36.19/64.10
市净率(倍)	3.54
流通 A 股市值(百万元)	2,008.55
总市值(百万元)	5,840.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.60
资产负债率(% ,LF)	12.73
总股本(百万股)	112.88
流通 A 股(百万股)	38.82

内容目录

1. 公司介绍：全球日化原料剂制造商领头羊	5
1.1. 发展历程：深耕二十年，成就全球防晒剂龙头	5
1.2. 防晒剂和合成香料双轮驱动，客户涵盖主要跨国原料商和品牌商	5
1.3. 直销经销组合券，境外市场占比较高	8
1.4. 公司前五大客户占比接近 60%，帝斯曼、亚什兰等为主要客户	8
2. 疫情使得业绩暂时承压，盈利水平已逐步修复	9
3. 防晒剂为化妆品原料黄金赛道，香料香精空间广阔，均集中度较高	12
3.1. 需求端：终端产品需求旺盛，上游防晒剂和香料香精市场增速较快	12
3.2. 供给端：防晒剂和香料格局均较为集中，科思是全球防晒剂最核心的企业之一，香精香料欧美厂商综合优势较强	16
4. 短期盈利改善叠加需求回暖，中长期产能扩张保障业绩持续增长	17
4.1. 短期：量价齐升，提价改善盈利水平，海外疫情影响减轻需求回暖	17
4.2. 中长期：产能扩张、新品类扩展，保障业绩持续快速增长	20
5. 盈利预测与投资建议	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 估值比较	26
5.3. 投资建议	27
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 科思股份发展历程.....	5
图 2: 2017-2021 年公司各品类营业收入占比	8
图 3: 2017-2021 年公司经销直销占比	8
图 4: 2018-2021 年公司境内境外营收占比	8
图 5: 2021 年前五名客户营业收入占比.....	9
图 6: 2017-2021 年前五名客户营业收入占比趋势	9
图 7: 公司营业收入及同比增速.....	10
图 8: 公司归母净利润及同比增速.....	10
图 9: 公司分季度营业收入及同比增速.....	10
图 10: 公司分季度归母净利润及同比增速.....	10
图 11: 2017-2021 年公司各品类营业收入 (亿元)	11
图 12: 2017-2021 年公司各品类营业收入 YOY.....	11
图 13: 公司分季度销售净利率变化.....	11
图 14: 2021 年公司与可比公司销售净利率对比.....	11
图 15: 2015-2021 年公司毛利率变化	12
图 16: 2017-2021 年公司各业务毛利率对比	12
图 17: 公司经营性现金流变化趋势.....	12
图 18: 公司经营性现金流/净利润比值变化	12
图 19: 2006-2025E 年国内防晒产品市场规模及增速.....	13
图 20: 2015-2021E 中国防晒化妆品和护肤品市场规模及增速.....	13
图 21: 2019 年各国防晒产品渗透率对比.....	14
图 22: 2019 年防晒产品与面霜/乳类护肤品客单价和消费频次对比	14
图 23: 2011-2021 年中国化妆品市场规模及增速	14
图 24: 2015/2020/2025 年防晒剂消耗量 (万吨) 及地区增速	14
图 25: 2015-2020E 年按区域划分的全球香料香精市场规模 (亿美元)	15
图 26: 中国香料香精行业细分产量 (万吨)	15
图 27: 海外龙头香精香料公司中国建厂情况梳理.....	15
图 28: 2017-2019 年公司防晒剂全球市场占有率	16
图 29: 2017 年全球香料香精公司市场份额占比.....	17
图 30: 2021 年以来原油价格上涨较快.....	18
图 31: ICE 布油和甲苯价格走势基本相同	18
图 32: 2018-2020 年公司毛利率持续回升	18
图 33: 2017-2019 年阿伏苯宗售价与成本 (万元/吨)	19
图 34: 2017-2019 年原膜散酯售价与成本 (万元/吨)	19
图 35: 2017-2019 年奥克立林售价与成本 (万元/吨)	20
图 36: 2017-2019 年铃兰醛售价与成本 (万元/吨)	20
图 37: 主要国际机场乘客吞吐量 (万人次)	20
图 38: 2017-2019 年阿伏苯宗产能利用率与产销率	21
图 39: 含有新型防晒剂的国产防晒产品.....	24
图 40: 2017 年以来, 公司研发费用率不断提升.....	24

表 1: 公司主要产品介绍.....	6
表 2: 2017-2019 年公司主要产品销售收入占比	7
表 3: 2017-2019 年帝斯曼向公司采购情况一览	9
表 4: 2017-2020 年公司产销数据 (单位: 吨)	21
表 5: 公司募投项目一览.....	22
表 6: 公司将建项目一览.....	23
表 7: 公司主要在研项目	25
表 8: 公司分业务收入拆分预测.....	26
表 9: 可比公司估值比较.....	27

1. 公司介绍：全球日化原料剂制造商领头羊

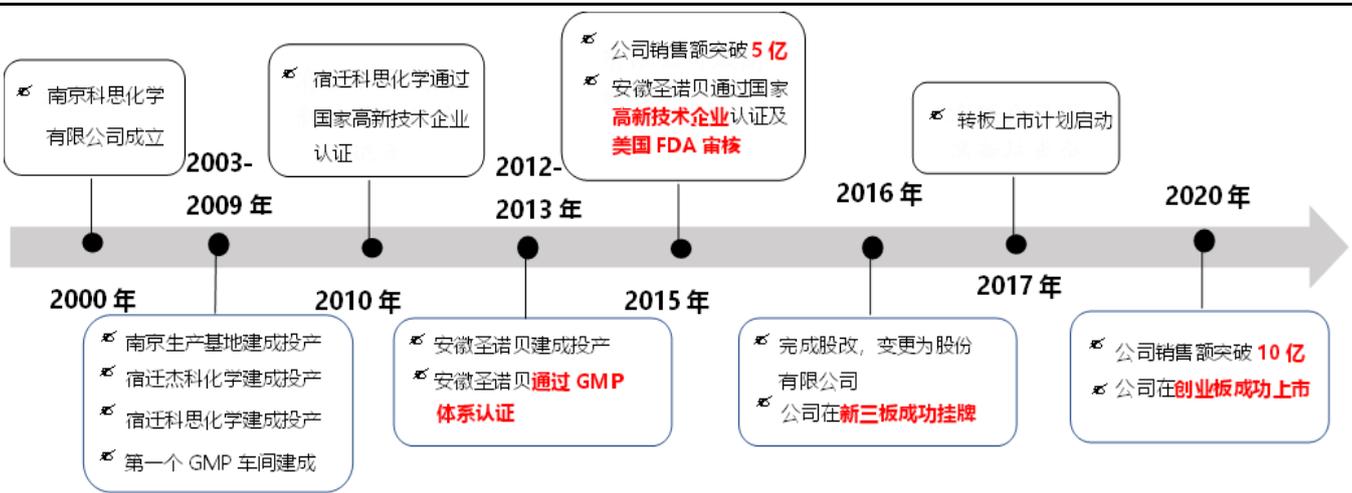
1.1. 发展历程：深耕二十年，成就全球防晒剂龙头

深耕行业二十余年，国际竞争力卓越。科思股份 2000 年在南京正式成立，2020 年于创业板上市。公司主营业务包括防晒剂等化妆品原料剂的研发、生产与销售，主要产品有防晒剂等化妆品活性成分，以及合成香料。

科技创新与品质管理并重，产业结构完备，各项资质齐全。公司拥有省级企业技术中心及多项技术成果和高新技术产品认定。2021 年，公司新增专利申请 14 项，获得专利授权 23 项（其中发明专利 6 项）。产品质量方面，公司建立符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系，通过了美国 FDA 的现场审核，获得质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系、社会责任体系以及欧盟化妆品原料规范的认证。目前公司凭借丰富的产品矩阵和稳定的质量，市场占有率持续上升，跃居全球领军地位。合成香料方面，公司在国际市场也具备较强竞争力。

厚积薄发，销量持续攀升。2000 年创立以来，公司在创始人周旭明先生的带领下，在技术研发与生产加工方面积累了丰富经验，与南京、宿迁、安徽等地建立生产基地和研发中心，并屡次获得国内国际专业认证。创始人周旭明先生及公司管理团队兼顾了学科背景和专业经验，譬如董事长周旭明先生就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帮助公司准确把握上游原材料周期波动与政策变化。通过十多年的积累，公司与 2015 年销售量首次突破 5 亿，至 2020 年，更是冲破 10 亿大关。

图1：科思股份发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

1.2. 防晒剂和合成香料双轮驱动，客户涵盖主要跨国原料商和品牌商

防晒剂与合成香料双轮驱动。公司主营业务包括化妆品活性成分及其原料、合成香料和其他产品的研发、生产与销售。其中，2021 年化妆品活性成分及其原料和合成香料业务占公司业务占比超 90%。

公司防晒剂产品覆盖市场上主要的化学防晒剂品类，2019 年按销量市占率达 27.88%。化妆品活性成分及其原料产品主要为防晒化妆品中的防晒剂及其原料，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品、紫外线吸收剂中。公司所生产销售的产品包括：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) 等防晒剂，以及对甲氧基苯乙酮 (MAP)、对叔丁基苯甲酸甲酯 (MBB) 等合成防晒剂的原料。根据公司招股说明书，2019 年全球防晒剂消耗量为 4.95 万吨，公司销量为 1.38 万吨，则 2019 年公司按销量市占率达 27.88%。

公司从事合成香料研发生产二十余年，产品市场认可度高。合成香料是通过化学合成方法生产的香料，主要在配制成各类香精后用于化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日化用品中。公司生产销售的香精香料包含铃兰醛 (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) 等。2019 年公司与高露洁签订合同，为其供应合成茴脑 (AT)。

表1: 公司主要产品介绍

主要业务	产品名称	主要用途	主要客户
化妆品活性成分及其原料	阿伏苯宗	紫外线 UVA 防晒剂，化学防晒剂	帝斯曼、拜耳斯道夫、亚什兰、强生
	奥克立林	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	Sun Cel Inc.、帝斯曼、亚什兰
	对甲氧基肉桂酸异辛酯	UVB 区紫外线的良好吸收剂，化学防晒剂	帝斯曼
	水杨酸异辛酯	较弱的紫外线 UVB 防晒，化学防晒剂	帝斯曼、亚什兰
	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	新型广谱紫外线吸收剂，化学防晒剂	帝斯曼
	对甲氧基苯乙酮	常用于高级化妆品、皂用香精和果实食品香精	德之馨、芬美意、奇华顿
	对叔丁基苯甲酸甲酯	医药化工中间体及有机合成中间体	帝斯曼、德之馨、奇华顿、扶桑化学
	维生素 C 磷酸酯钠	维 C 衍生物，可用于食品添加剂、化妆品等	帝斯曼
	铃兰醛	具有铃兰花香香味，主要用于日化香精中	芬美意、奇华顿、TAKASAGO INTERNATIONAL CORPORATION、上海禾稼
	对叔丁基苯甲醛	具有醛类的特征香气，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	上海禾稼贸易有限公司
	对甲氧基苯甲醛	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、	奇华顿、IFF

香皂等			
合成香料	合成茴脑	有甜味，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。	奇华顿、S H Kelkar and Company Limited、上海禾稼、高露洁
	2-萘乙酮	有机合成的原料，主要用于香精、日化香精配方中，如肥皂、洗涤剂香精配方	
	对甲基苯乙酮	可用于配制香精、皂用薰衣草、香薇、素心兰、新刈草型、食用香精，烟草香精中	
其他产品	对叔丁基苯甲酸	芳香酸的特征气味，可用作塑料添加剂，还用于生产对叔丁基苯甲酸甲酯	杭州展翼化工有限公司

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

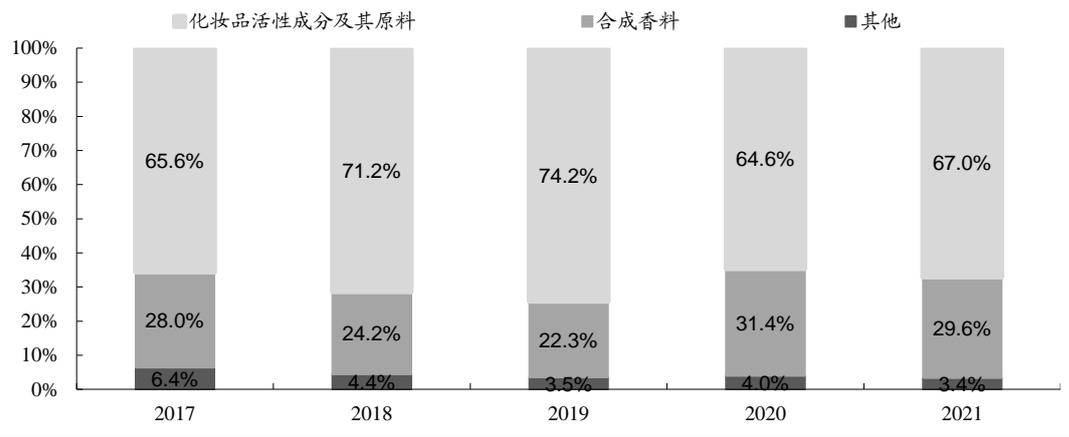
主营业务收入中，化妆品活性成分及原料占比最高，合成香料次之。公司主营业务收入中，化妆品活性成分及其原料占比最大，2017年至2021年该业务营收占比在64%-75%，包括阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、P-S等。合成香料方面，2017年至2021年营收占比在22%-32%，包括铃兰醛、合成茴脑等。

表2：2017-2019年公司主要产品销售收入占比

产品名称	所属品类	2017	2018	2019
对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	防晒剂	12.11%	13.30%	13.71%
阿伏苯宗 (AVB)	防晒剂	21.30%	16.22%	17.09%
原膜散酯 (HMS)	防晒剂	9.04%	9.82%	12.86%
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	防晒剂	3.64%	10.66%	8.05%
奥克立林 (OCT)	防晒剂	9.75%	9.57%	9.61%
水杨酸异辛酯 (OS)	防晒剂	4.84%	4.54%	7.39%
铃兰醛 (LLY)	合成香料	10.95%	9.03%	8.87%
合成茴脑 (AT)	合成香料	4.78%	6.08%	6.28%
其他产品	其他产品	23.59%	20.78%	16.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2017-2021 年公司各品类营业收入占比



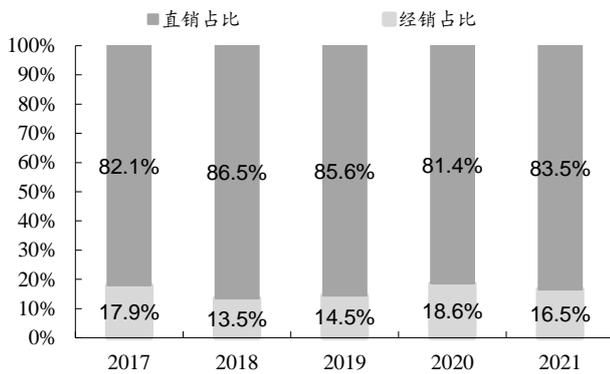
数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

1.3. 直销经销组合拳，境外市场占比较高

直销经销组合拳，2021 年直销占比达 80% 以上。在销售模式上，公司采取“直接销售为主、经销商销售为辅”的策略，与具有一定规模的大中型终端客户直接对接，对于地域相对集中但是单一需求量较小的客户主要通过经销商进行集中销售和服务。2021 年公司直销/经销的销售占比分别为 83.5%/16.5%。

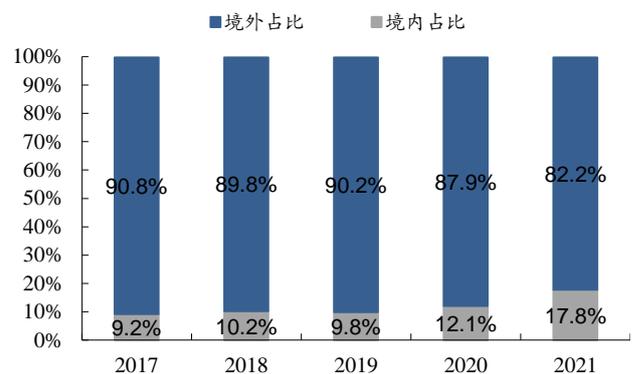
与跨国公司深度绑定，国内市场逐步开拓。从地区上看，公司业务中境外占比更高，与行业内的跨国公司龙头保持良好业务绑定，同时也积极开拓境内市场，受到越来越多国内品牌商和生产商的认同。2019 年以来境内销售占比呈现提升趋势。2021 年公司境外/境内分别实现营收 8.96/1.94 亿元，分别同增 1.1%/59.5%，收入占比分别为 82.2%/17.8%，2019-2021 年境内占比提升 8pct。

图3：2017-2021 年公司经销直销占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2018-2021 年公司境内境外营收占比



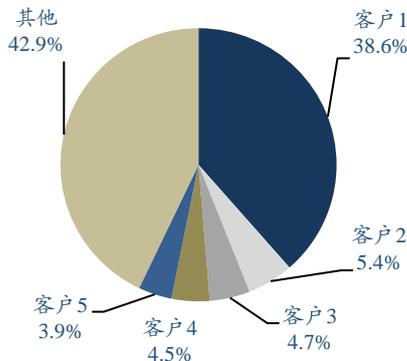
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 公司前五大客户占比接近 60%，帝斯曼、亚什兰等为主要客户

2017-2021 年，公司前五大客户集中度在 57%-69%。2017-2021 年公司前五大客

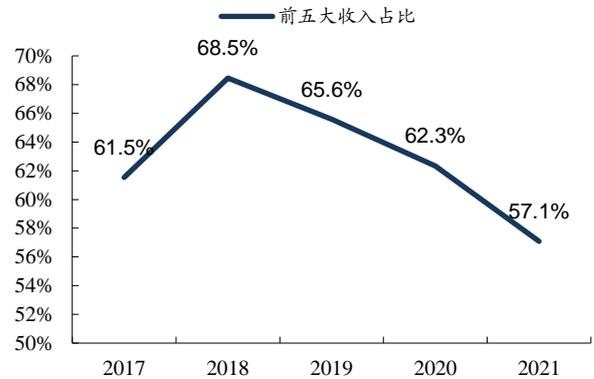
户集中度在 57%-69%。2019 年，前五大客户为帝斯曼、亚什兰、德之馨、奇华顿、上海禾稼。

图5：2021 年前五大客户营业收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2017-2021 年前五大客户营业收入占比趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司化妆品原料剂客户主要为跨国原料商和化妆品品牌商。在化妆品原料剂部分，公司合作的客户既包括帝斯曼、德之馨等跨国原料商，也包括拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、强生等大型化妆品品牌商。其中，帝斯曼为公司最大的合作客户，2018-2019 年，帝斯曼在公司销售占比均超过 40%。

表3：2017-2019 年帝斯曼向公司采购情况一览

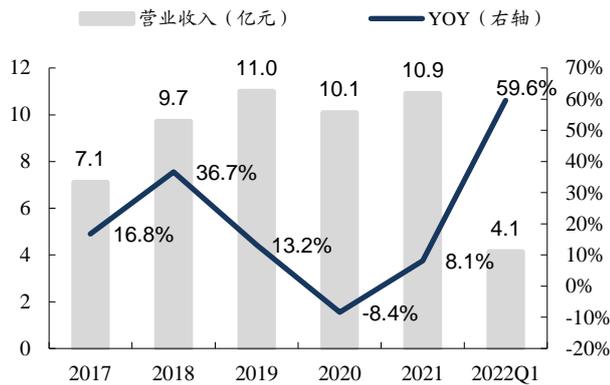
年份	主要产品	采购总数 (吨)	采购总金额 (万元)
2017	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S	3,944.63	20024.87
2018	奥克利林、阿伏苯宗、维生素 C 磷酸酯钠、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S	7,125.12	41865.59
2019	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S、维生素 C 磷酸酯钠	6,949.74	44585.92

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 疫情使得业绩暂时承压，盈利水平已逐步修复

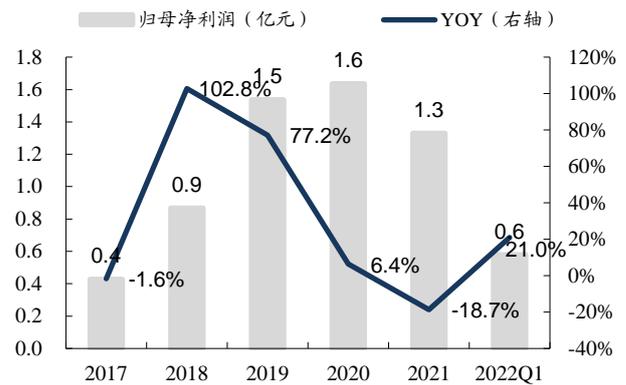
2021 年受疫情影响业绩暂时承压，2022Q1 盈利能力环比已有所修复。2017-2019 年随着和帝斯曼合作的加深以及新产品的陆续推出，公司营收、利润增速都较快。2020 年受疫情影响和产能较为饱和影响，营收增速相对承压。但是从利润端看，由于原材料价格有所下降，公司归母净利润增长仍为正。2021 年全年由于原材料和运费上涨较多，业绩同比下降。2022Q1，随着公司逐步对部分产品提价转移成本压力，盈利能力环比有所修复，但是同比仍有所下降，使得归母净利润增速仍慢于收入增速。公司作为化妆品原料龙头企业，具有一定的成本传导能力，看好盈利能力的持续修复。

图7: 公司营业收入及同比增速



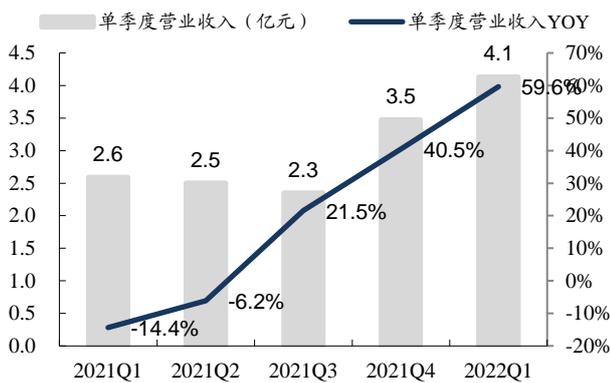
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 公司归母净利润及同比增速



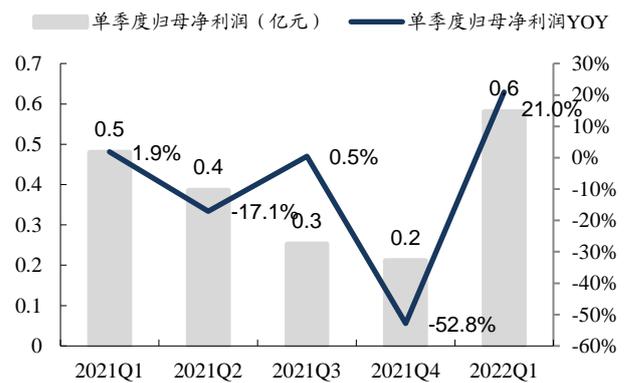
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 公司分季度营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

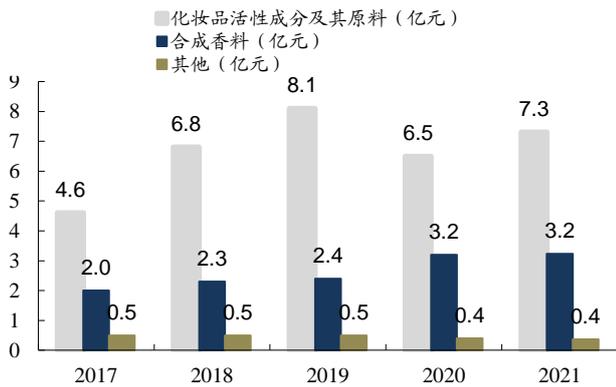
图10: 公司分季度归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

化妆品活性成分及其原料占比超六成, 合成香料品类在疫情期间迅速增长。2021年公司化妆品活性成分及其原料/合成香料/其他分别实现营收 7.3/3.2/0.4 亿元, 分别同比增长 12.17%/1.83%/-7.85%。从收入构成上看, 化妆品活性成分及其原料仍为收入贡献主要来源, 占比超六成, 但自 2020 年以来收入占比有所下滑, 主因全球疫情隔离封锁背景下防晒产品终端需求缩减。

图11: 2017-2021 年公司各品类营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

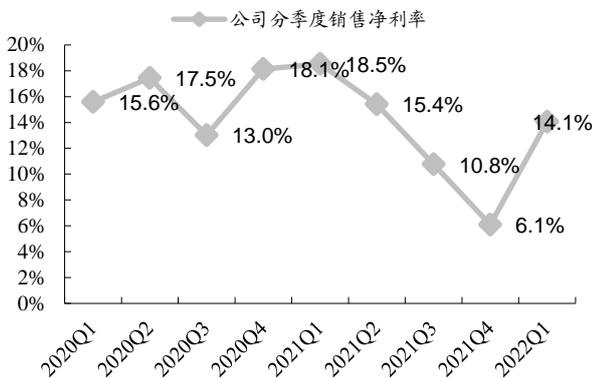
图12: 2017-2021 年公司各品类营业收入 YOY



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

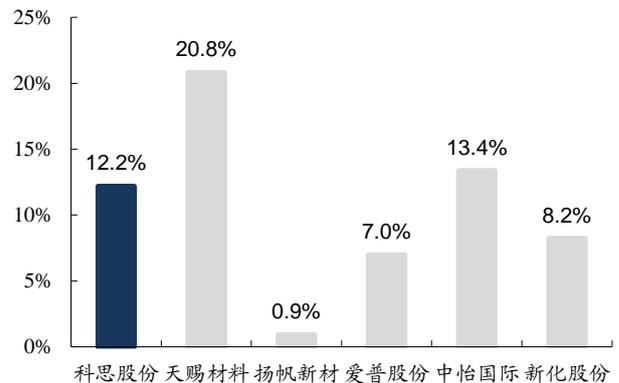
2021 年科思股份销售净利率达到 12.18%，位于可比公司中游水平，随着成本传导更为顺畅，2022Q1 销售净利率环比提升。2021 年科思股份销售净利率为 12.18%，处于行业内中游水平。2021 年公司成本端短暂承压。随着提价的逐步进行，2022Q1 公司销售净利率已有所回升，预计随着成本传导更为顺畅，盈利水平有望持续改善。

图13: 公司分季度销售净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

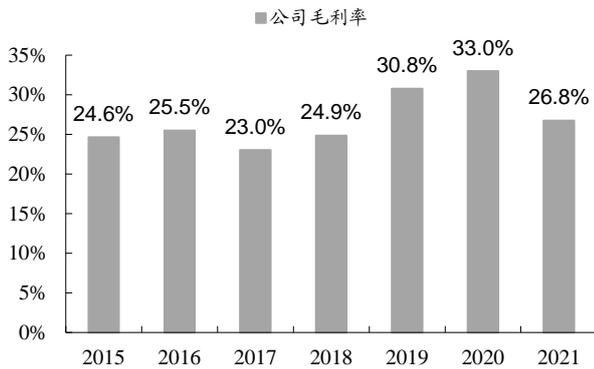
图14: 2021 年公司与可比公司销售净利率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

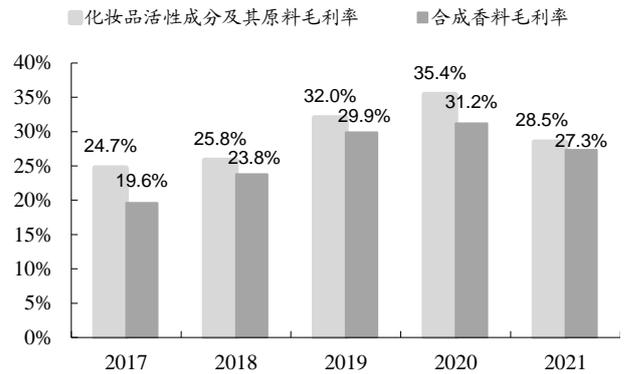
毛利率总体稳健增长，高于多数可比公司。自 2015 年以来公司毛利率整体呈上升趋势，2020 年公司毛利率为 33.0%，高于同期多家可比公司。从分品类毛利率看，化妆品活性成分的毛利率高于合成香料，自 2017 年起两种品类毛利率均持续提高，2020 年分别达到 35.4%/31.2%。从分品类营收占比来看，2017-2019 年化妆品活性成分的占比不断上升，高毛利品类营收占比提高带动综合毛利率的稳健增长。

图15: 2015-2021 年公司毛利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2017-2021 年公司各业务毛利率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司经营性现金流较为充裕。2017 年以来公司经营性现金流总体呈改善趋势, 2017 年以来经营性现金流/净利润始终不低于 1。2022Q1 公司经营性现金流为-0.14 亿, 主要系随着业务规模增长, 购买商品、接受劳务支付的现金增加。

图17: 公司经营性现金流变化趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 公司经营性现金流/净利润比值变化



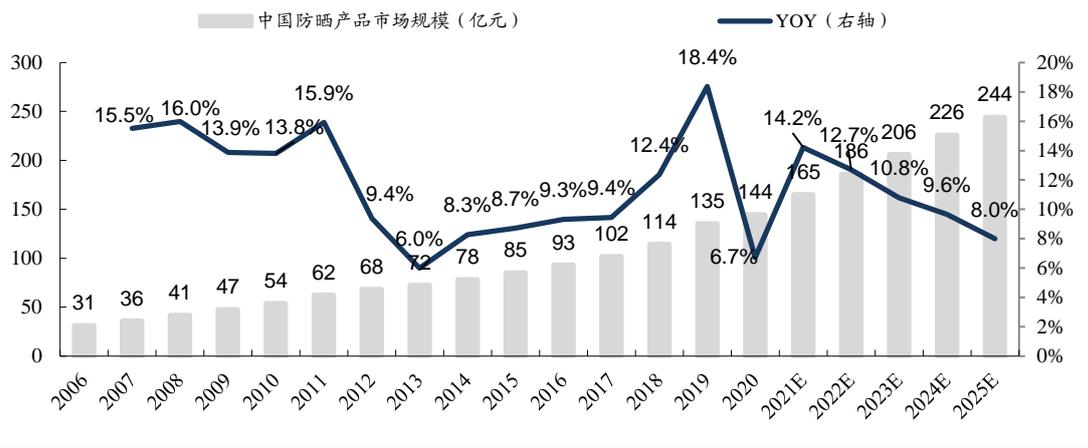
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 防晒剂为化妆品原料黄金赛道, 香料香精空间广阔, 均集中度较高

3.1. 需求端: 终端产品需求旺盛, 上游防晒剂和香料香精市场增速较快

根据 Euromonitor 预计, 2021 年中国防晒化妆品终端的市场规模为 165 亿元, 预计 2021-2025 年规模增速 CAGR 为 10.5%。由于国民收入提高、防晒观念普及等原因, 我国防晒化妆品市场不断增长, 据 Euromonitor 预计, 2021 年我国防晒产品市场规模约为 165 亿元, 同增 14.2%。预计 2021-2025 年规模增速 CAGR 为 10.5%, 至 2025 年规模有望提升至 244 亿元。

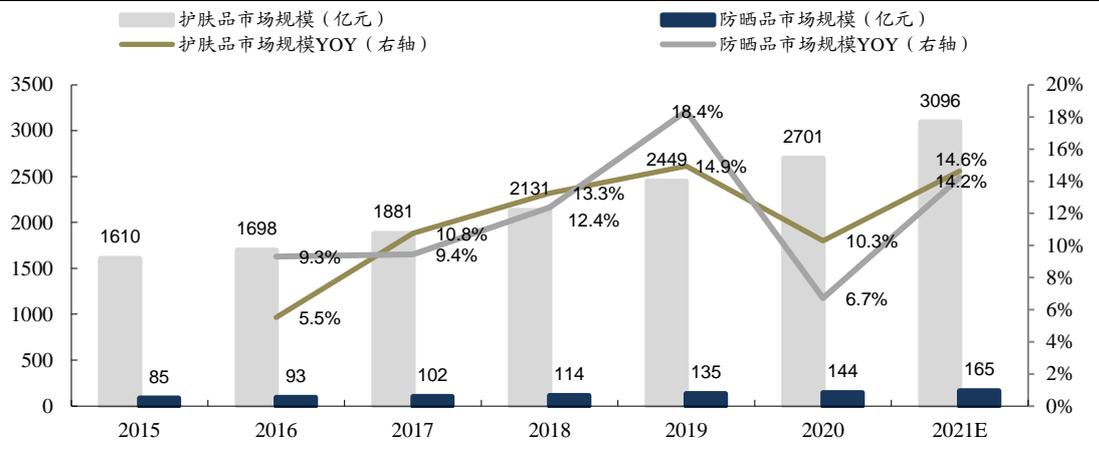
图19: 2006-2025E 年国内防晒产品市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

2016-2021 年中国防晒化妆品市场增速 CAGR 为 11.7%，远高于世界平均水平，中国防晒化妆品市场增长略快于护肤品市场。根据 Euromonitor 统计和预测，2016-2021 年中国防晒化妆品市场增速 CAGR 高达 11.7%，远高于亚太、欧洲和北美地区，为世界防晒化妆品增长的主要驱动力之一。2016-2021E，中国防晒化妆品/护肤品市场增速 CAGR 分别约为 11.7%/11.5%，防晒化妆品增速略快于护肤品市场。

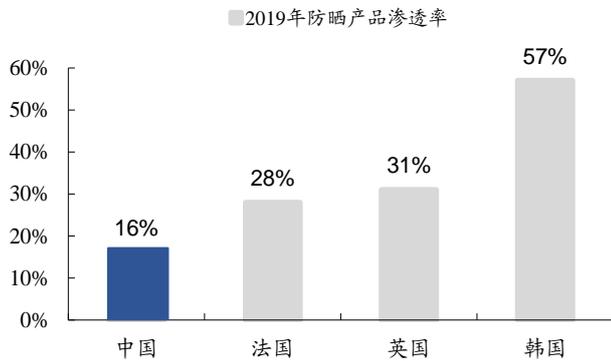
图20: 2015-2021E 中国防晒化妆品和护肤品市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

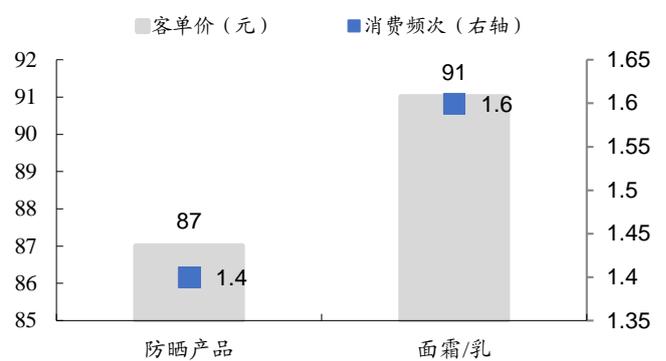
中国防晒产品渗透率低，防晒市场仍处于发展初期，增长空间广阔。根据凯度咨询测算，2019 年中国防晒产品渗透率为 16%，低于英国、法国，不到韩国渗透率的三分之一，防晒市场有广阔增长空间。2019 年防晒产品消费频次和客单价均低于基础类护肤产品，防晒产品/面霜（乳）的消费频次分别为 1.4/2 次，随着未来日常防晒产品使用习惯逐渐普及和养成，防晒的消费频次、客单价及人均消费水平均有较大提升潜力。

图21: 2019年各国防晒产品渗透率对比



数据来源: 凯度咨询, 东吴证券研究所

图22: 2019年防晒产品与面霜/乳类护肤品客单价和消费频次对比



数据来源: 凯度咨询, 东吴证券研究所

防晒剂作为防晒化妆品的活性成分, 消耗量受下游化妆品需求驱动持续增长。根据 Euromonitor 数据, 2011-2021 年我国化妆品市场规模由 2310 亿元增至 5879 亿元, 增速 CAGR 约为 9.8%。随着日常防晒观念的普及, 除了专业防晒用品需求增加, 部分彩妆品类也趋于在产品中添加防晒功效, 因此化妆品整体市场规模扩大将持续带动防晒剂产业增长。

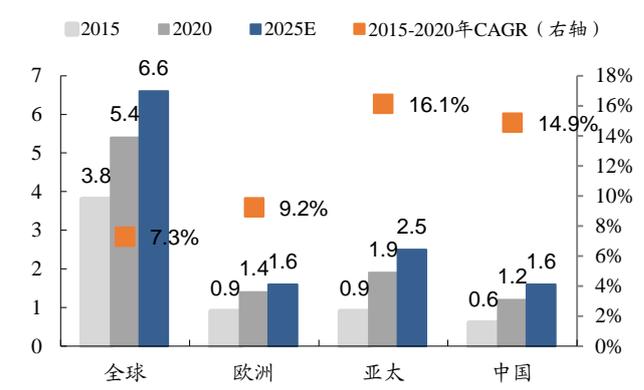
2015-2020 年中国防晒剂消耗量增速高于世界平均水平。根据 Euromonitor 数据, 2015-2020 年, 全球防晒剂消耗量由 3.8 万吨增长至 5.4 万吨, 增速 CAGR 为 7.3%。2015-2020 年中国防晒剂消耗量分别为 0.6/1.2 万吨, 增速 CAGR 为 14.9%, 高于全球防晒剂市场增长水平。

图23: 2011-2021年中国化妆品市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图24: 2015/2020/2025年防晒剂消耗量(万吨)及地区增速

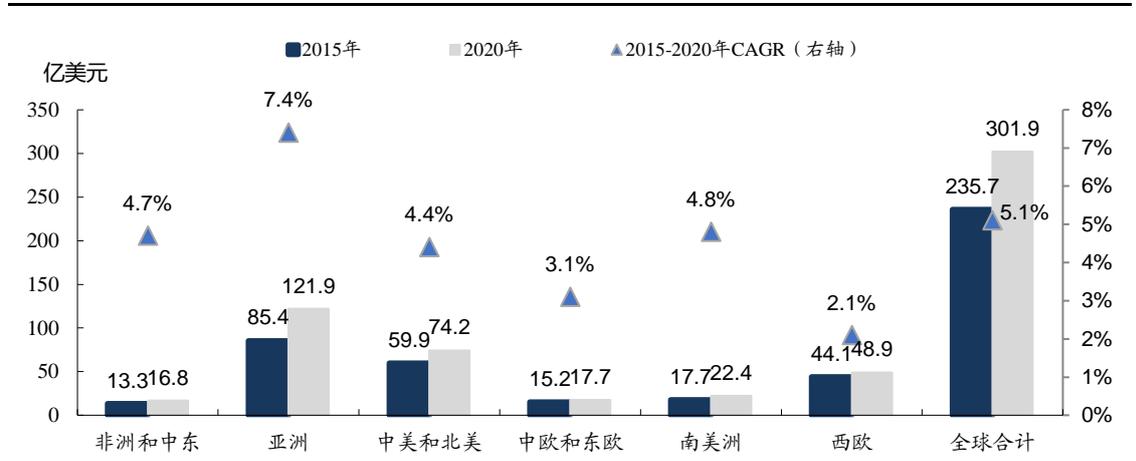


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

香料香精应用广泛, 终端市场规模不断增长。香料为香精的原料, 而香精的用途主要分为日化级应用和食品级应用, 日化级应用包含化妆品、洗涤用品等, 食品级应用则

主要包括食用香精、烟用香精等。根据 IAL Consultants 专业咨询公司判断，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%。这其中，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。

图25：2015-2020E 年按区域划分的全球香料香精市场规模（亿美元）



数据来源：IAL Consultants，东吴证券研究所

发展中国家需求量提升潜力高于发达国家市场，香料香精产业不断向中国转移，带动国内上游市场规模增长。当前西欧、美国、日本等发达国家的市场趋近饱和，其在本土的销售额仅占 30%-50%，香料香精的销售重心逐步向发展中国家转移。随着人均国民收入提高，中国等发展中国家市场已成为食品、日化品等行业市场规模增长最为迅速的市场，带动了香料香精产品的庞大需求。2017 年我国香料香精行业产量 124.8 万吨，其中香精产量 75.29 万吨，香料产量 49.51 万吨。

国际龙头香料香精企业加码中国产能布局。基于中国香料产业丰富的资源优势和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在中国投资建厂，预计将进一步带动国内香料香精产能增长。

图26：中国香料香精行业细分产量（万吨）

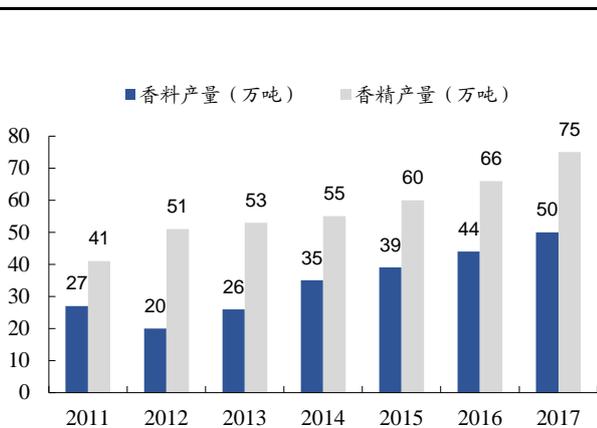


图27：海外龙头香精香料公司中国建厂情况梳理

投资时间	投资方	厂址及规模
2017 年	奇华顿	奇华顿全球最大的工厂在江苏省常州市设立，2020 年正式建成投产，年产约 38000 吨香精香料
2018 年	德之馨	投资约一亿美元的德之馨香精香料（南通）有限公司主体工程在江苏南通正式封顶
2019 年	芬美意	在中国张家港保税区正式启用其全球最大的食用香精制造厂
	奇华顿	扩建了在江苏南通的食用香精工厂，增资 3000 万瑞士法郎（约合 2.12 亿元人民币）

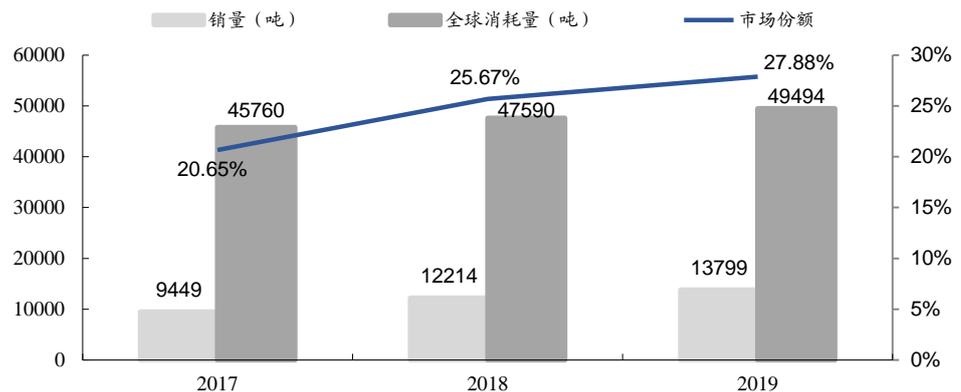
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

数据来源：常州日报，南通经济技术开发区委员会，中国新闻网，东吴证券研究所

3.2. 供给端：防晒剂和香料格局均较为集中，科思是全球防晒剂最核心的企业之一，香精香料欧美厂商综合优势较强

国外大型化工企业先行发展，我国防晒剂龙头快速崛起，目前科思股份已成为全球最大的防晒剂制造商之一。巴斯夫、德之馨等行业龙头企业在技术、市场等方面具有先发优势。近年来随着国内化妆品市场的持续增长和精细化工产业的发展，国内防晒剂生产企业不断提升技术水平、完善产品布局。尤其是，科思股份已经成为全球最大的防晒剂制造商之一，目前产品已覆盖市场上主要化学防晒剂品类，涵盖了UVA、UVB的所有波段，能满足多种不同需求的下游客户群。根据Euromonitor预计，2016年至2021年，全球防晒剂消耗量将由约44,000吨增长至约52,000吨，年均复合增长率约4%。我们假设2017年、2018年、2019年全球防晒剂消耗量均较上年复合增长4%，则2017/2018/2019年科思股份的防晒剂产品市场份额分别达到20.65%/25.67%/27.88%。

图28：2017-2019年公司防晒剂全球市场占有率

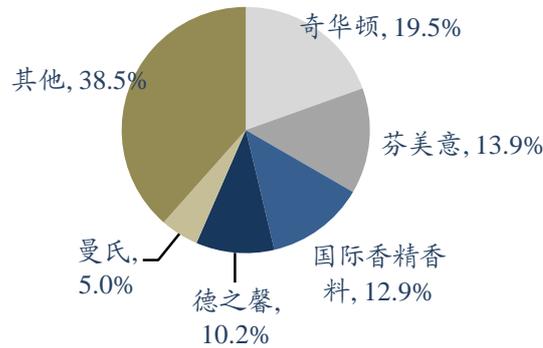


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

在防晒剂市场内部，根据产品功效、防护波段、专利保护期等情形的不同，竞争格局也有所差别。对于推出较早且仅能防护单一波段的防晒剂产品，如原膜散酯、水杨酸异辛酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、阿伏苯宗等，由于业内企业大多能够掌握并使用其配方，市场竞争比较激烈。而对于具有良好功能特性且刚过专利保护期的产品，例如PS和DHBB，目前体现着更好的增长态势。

全球香料香精市场前五大龙头企业分别为奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏，2017年前五大销售额份额占比达61.5%。从销售额占比来看，全球香料香精的销售额主要集中在全球前十大公司，公司主要集中在欧洲、美国以及日本，垄断高端市场；香料香精行业壁垒较高，预计未来市场格局趋于稳定。目前世界前五大香料香精公司分别为奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏，2017年前五大销售额份额占比达61.5%。

图29：2017年全球香料香精公司市场份额占比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

4. 短期盈利改善叠加需求回暖，中长期产能扩张保障业绩持续增长

4.1. 短期：量价齐升，提价改善盈利水平，海外疫情影响减轻需求回暖

(1) 盈利端：公司提价滞后于成本上涨，存在盈利修复机会。

从成本端看，公司主要原材料多来自于石油化工产品，如甲苯、异丁烯、苯酚等。我们将甲苯价格与原油价格比较，两者走势基本相同，说明公司主要原材料价格与石油价格关联度较高。

从价格端看，公司作为全球防晒剂领域的龙头企业，2019年按销量市占率达27.88%，具备较强的提价能力，但是提价往往滞后于成本上涨，具体提价时间根据客户有所不同。例如，对于半年期、一年期的客户会尽量保证价格平稳，但遇不可抗力会协商涨价。对于短期或一单一签客户则会根据原材料价格的波动调整定价。

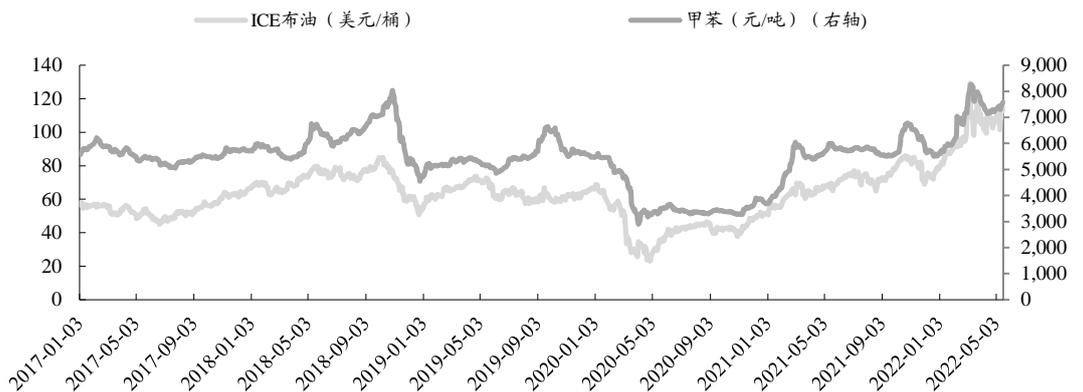
我们认为，2021年公司成本端明显承压，类似于2017年情况，随着提价的逐步实施，2022年公司盈利水平有望得到一定修复。参考历史成本和价格变动，可对公司盈利端的走势形成一定参考。国际原油和原材料价格的上一个上涨周期是在2017-2018年10月左右，期间原油价格涨幅在30%左右。为了缓解成本的上涨，公司于2018至2019年初多次价格调整。与此相对应，2018-2019年公司毛利率持续提升。2020年尽管原材料价格有一定下降，但是由于价格调整之后于成本上涨，2020年公司毛利率仍同比有所提升。因此，我们认为2021年成本端承压的情况和2017年较为类似，随着2021年底已经逐步确定提价协议，2022年公司盈利水平有望得到一定修复。

图30: 2021年以来原油价格上涨较快



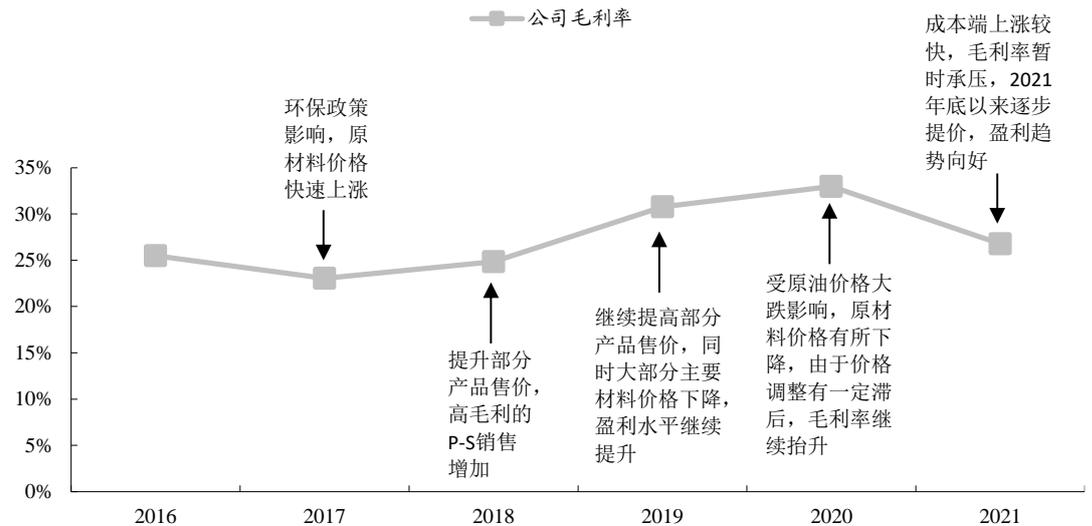
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: ICE 布油和甲苯价格走势基本相同



数据来源: Wind, 百川盈孚, 东吴证券研究所

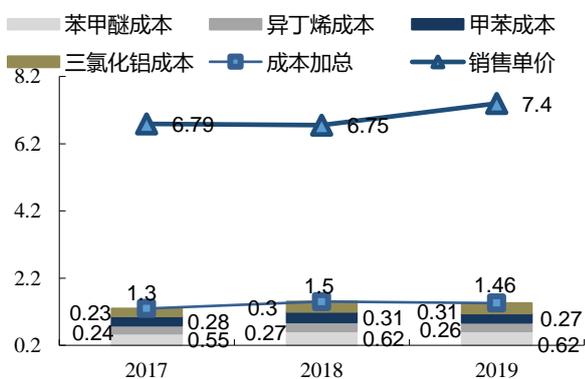
图32: 2018-2020 年公司毛利率持续回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

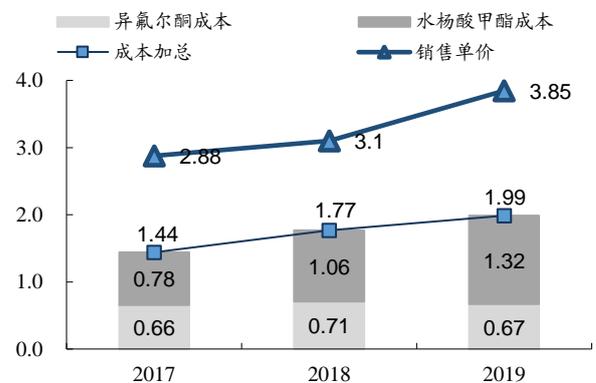
2017-2019年，阿伏苯宗、原膜散酯等产品价格均有所提升。具体来看，2017-2019年公司主要产品价格均有所提升，例如阿伏苯宗、原膜散酯、奥克立林、铃兰醛价格分别由6.79/2.88/4.55/3.81万元/吨提升至7.4/3.85/5.03/4.91万元/吨。

图33: 2017-2019年阿伏苯宗售价与成本(万元/吨)



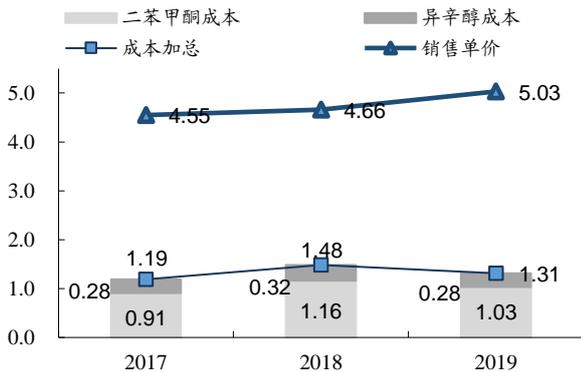
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34: 2017-2019年原膜散酯售价与成本(万元/吨)



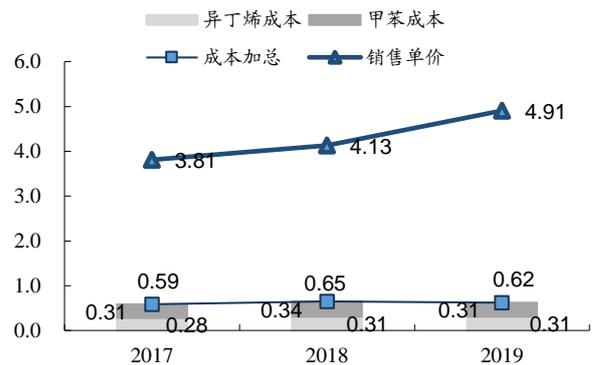
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35: 2017-2019 年奥克立林售价与成本 (万元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 2017-2019 年铃兰醛售价与成本 (万元/吨)

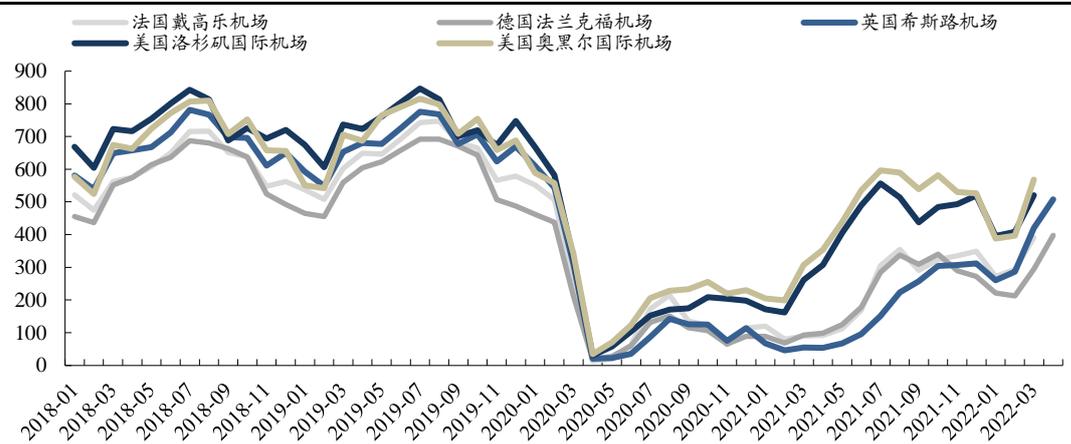


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(2) 需求端: 海外疫情影响减少, 需求有所回暖

从全球防晒剂需求市场看, 2020 年中国防晒剂消耗量占比仅约 22%。从公司产品布局看, 2021 年公司境内收入占比仅为 17.8%, 境外收入占比超八成。无论从行业需求分布还是公司客户分布, 境外客户目前均占据主导, 公司的产品的需求和海外消费复苏情况存在一定关联性。我们发现, 2021 年下半年以来, 随着欧美主要国家对于疫情管控政策有所放松, 线下消费、旅游、航空等行业均有显著修复, 主要国际机场乘客吞吐量已呈现恢复趋势, 持续高于 2020 年水平。海外需求的回暖有望对公司订单的增长形成一定催化。

图37: 主要国际机场乘客吞吐量 (万人次)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 中长期: 产能扩张、新品类扩展, 保障业绩持续快速增长

(1) 产能扩张持续落地, 份额得到不断巩固

2017 年以来, 公司化妆品原料剂和合成香料产能均不断扩张。截至 2021 年底, 公司化妆品活性成分及原料的产能为 29100 吨 (含中间体), 产能利用率为 52.50%; 合

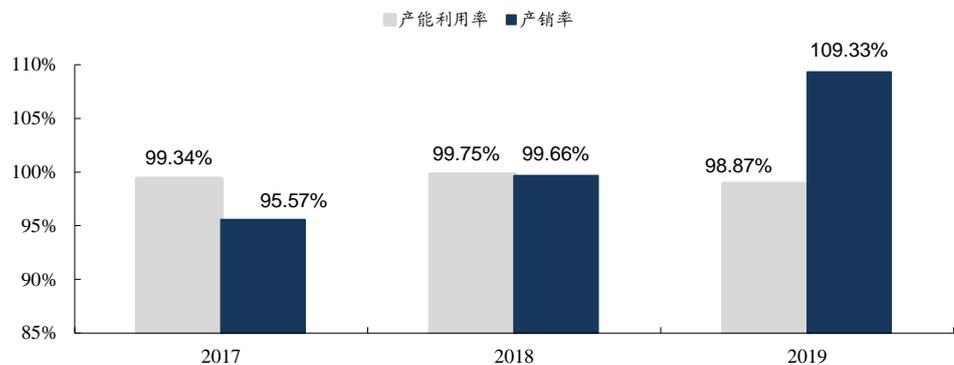
成香料的产能为 12200 吨，产能利用率为 90.25%。公司化妆品原料原有产能在 2019 年的产能利用率已达到接近 80%的水平，主要产品阿伏苯宗，其 2019 年的产能利用率和产销率分别为 98.87%和 109.33%。2020 年以来产能利用率有所下降，我们认为主要系疫情影响需求以及部分新增产能落地。随着国内外需求的逐步回暖，公司产能利用率有望逐步提升。

表4: 2017-2020 年公司产销数据 (单位: 吨)

产品类别	项目	2017	2018	2019	2020	2021
化妆品活性成分及其原料	产能	16,680.00	20,230.00	23,460.00	23,800.00	29,100.00
	产量	13,909.05	16,896.30	18,626.65	14,674.16	15,278.60
	销量	10,285.33	12,926.69	14,081.62	10,107.47	11,233.47
	产能利用率	83.39%	83.52%	79.40%	61.66%	52.50%
	产销率	98.25%	96.66%	92.99%	—	—
合成香料	产能	8,960.00	9,310.00	9,800.00	9,800.00	12,200.00
	产量	7,176.71	8,236.58	8,422.01	9,077.28	11,010.11
	销量	4,402.26	4,683.63	4,288.21	5,594.46	6,466.75
	产能利用率	80.10%	88.47%	85.94%	92.63%	90.25%
	产销率	103.84%	98.49%	94.00%	—	—

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 2017-2019 年阿伏苯宗产能利用率与产销率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三项募投项目已开始投产, 其余募投项目预计也将于 2022 年建成投产。目前, 公司共三项产能项目已建成投产, 分别为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的一期和二期, 以及马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项目。另外, 马鞍山科思 2500t/a 日用化学品原料项目预计将于 2022 年上半年投产, 安徽圣诺贝 500t/a 防晒系列产品扩建项目和安庆科思个人护理品研发项目预计将于 2022 年 12 月投产。

表5: 公司募投项目一览

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募 投金额 (万元)	产品类别	产品名称	项目进度	新增产 能(吨/ 年)	投产时间	达产后年 销售收入 (万元)
马鞍山科思 25000t/a 高端日 用香料及防晒剂 配套项目(一期 工程)	35,945.0	35,945.0	防晒剂	阿伏苯宗	已投料试 生产	2000	2021.6.30	56,801.1
			合成香料	水杨酸苜 酯	已投料试 生产	1500		
			合成香料	水杨酸正 己酯	已投料试 生产	1500		
			合成香料	水杨酸甲 酯	已投料试 生产(中 间体水杨 酸项目已 终止)	8000		
马鞍山科思 25000t/a 高端日 用香原料及防晒 剂配套项目(二 期工程)	1,106.5	1,106.5	合成香料	水杨酸异 戊酯	已投料试 生产	1500	2021.6.30	
			合成香料	水杨酸正 戊酯	已投料试 生产	1500		
马鞍山科思 14200t/a 防晒用 系列产品项目	1,539.6	1,539.6	防晒剂	辛基三嗪 酮	已投料试 生产	1000	2021.5.31	
马鞍山科思 2500t/a 日用化 学品原料项目	7,200.4	4,408.9	防晒剂	二乙氨基 羟苯甲酰 基苯甲酸 己酯	2021.10 开工在建	500	2022 年上 半年	
安庆科思个人护 理品研发项目	4,500.0	2,868.5	日用香原 料、化妆 品原料及 其他功能 化学品		2022.3 开 工在建		2022 .12	—
安徽圣诺贝 500t/a 防晒系列 产品扩建项目	3542.8	3542.8	防晒剂	双-乙基己 氧苯酚甲 氧苯基三 嗪	预 计 2022.5 开 工	500	2022 .12	13400.0

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新建项目全部达产后，公司盈利能力将踏上新台阶。根据公司公告，马鞍山科思的全部募投项目达产后预计可产生销售收入 5.68 亿元、预计可实现净利润 0.97 亿元。科思化学有限公司一期项目达产期为 4 年。2021 年，公司已开始投产的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的一期和二期，以及马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项目共计实现销售收入 0.62 亿元。另外，预计将于 2022 年底开始投产的安徽圣诺贝 500t/a 防晒系列产品扩建项目达产后产值预计可达 1.34 亿元。

安庆高新、南京江宁两大将建生产研发基地剑指高端个护原料剂市场。除在建投产的项目外，公司其他项目也在规划之中。2021 年 9 月，公司公告拟投资 30 亿元于安庆建设年产约 9.5 万吨的“高端个人护理品及合成香料项目”，其中包括防晒剂在内的高端个护原料和合成香料的研发与生产，占地面积约 500 亩，公司预计达产后产值可达 43 亿元。2021 年 11 月，公司公告拟投资 5 亿元在南京江宁经济技术开发区投资建设“高端个人护理品产业基地”，包括高端个护生产中心、工程技术中心、产品应用中心、国际技术合作中心、科思研发中心及配套功能区。两大项目将分期建设，我们预计建成后公司的在高端个护原料剂市场的竞争力将得到较大提升。

表6: 公司将建项目一览

项目	预计新增产能/产值(单位: 吨/年)
安庆市高新区高端个人护理品及合成香料项目	公司预计年新增产能 95000 吨、达产后产值预计可达 43 亿元
南京市江宁区高端个人护理品产业基地	—

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021 年下半年以来，两种新型防晒剂陆续投产，产品应用前景极佳。

- **辛基三嗪酮 (EHT):** 新型紫外线吸收剂，有较大的分子结构和很高的紫外线吸收效率，具有广谱防晒效果，也是 UV-B 吸收能力最强的油溶性吸收剂，光稳定性强、耐水性强。公司年产 1000 吨的辛基三嗪酮新增产线已经于 2021H1 进入投产试生产阶段，并于 2021H2 开始销售。添加辛基三嗪酮的防晒产品包括薇诺娜清透防晒乳、玉泽清爽倍护防晒乳等。
- **二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (DHHB 或 Uvinul A plus):** 一种新型化学防晒剂，对紫外线的遮蔽范围包括了整个 UVA，具备优异的光化学稳定性和良好的配方灵活性，可溶于各种化妆品油和溶剂。公司年产 500 吨的二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯产线于 2021 年 10 月开工建设，预计于 2022 年上半年完成试生产优化、送样及客户认证工作，2022 年下半年开始大批量的销售。添加二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯的产品包括安热沙小金瓶防晒霜、百雀羚美白防晒乳等。

两款新型防晒剂价格均较高，且具有极佳的应用前景，投产后将同时利于产品结构的优化和收入规模的提升。

图39: 含有新型防晒剂的国产防晒产品

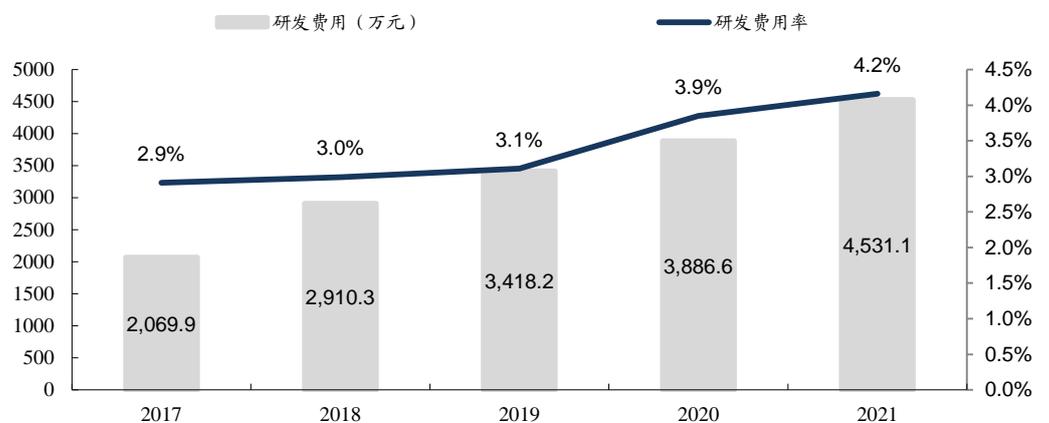


数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 东吴证券研究所

(2) 研发基础扎实, 新产品、新品类研发持续推进, 长期有望拓宽赛道空间

公司坚持自主研发与技术引进并重的研发理念, 掌握前沿的防晒剂及合成香料的制造工艺和加工方法。2017-2021 年, 公司研发费用不断增加, 研发费用率从 2.9% 提升至 4.2%。2021 年, 公司新增专利申请 14 项, 获得专利授权 23 项。从主要研发项目看, 新型防晒剂二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA) 已开发完成并已启动工业化项目建设、防晒剂 NT-15TV 项目已开发完成、合成香料 M 及其衍生品项目主要技术路线已打通、个人护理品类增稠剂和氨基酸表面活性剂项目已开发完成。我们认为, 随着公司逐步进行产品和品类的拓展, 其有望切入更多优质客群, 形成客户和供应链的更多协同, 从长期看有望通过赛道拓宽打开增长空间。

图40: 2017 年以来, 公司研发费用率不断提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表7: 公司主要在研项目

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司影响
防晒剂 PA 项目	拓展新型防晒剂市场	开发完成并已启动工业化项目建设	开发安全、环保和相对经济的工艺路线	增加公司新型防晒剂品类, 进一步巩固行业地位
防晒剂 NT-15TV 项目	拓展物理防晒剂市场	开发完成	掌握纳米材料制备技术	增加物理防晒剂产品, 覆盖防晒剂全领域
合成香料 M 及其衍生品项目	增加合成香料品类	主要工艺路线已打通, 部分环节优化中	开发安全、环保和相对经济的工艺路线	增加公司合成香料产品, 扩大营业规模
增稠剂项目	增加个人护理品原料品类	开发完成	掌握高分子聚合反应技术	增加个人护理品原料品类, 扩大营业规模
氨基酸表面活性剂项目	增加个人护理品原料品类	开发完成	开发安全、环保和相对经济的工艺路线	增加个人护理品原料品类, 扩大营业规模

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

■ 收入结构假设

(1) 化妆品活性成分及其原料: 随着募投产能的逐步释放, 公司 2022-2024 年产能规模有望逐步提升, 我们预计化妆品活性成分及其原料的产能由 2021 年的 2.91 万吨提升至 2024 年的 3.18 万吨。同时, 随着下游需求的逐步回暖, 预计产能利用率也有所提升。由此, 我们预计 2022-2024 年化妆品活性成分及其原料的销售收入分别为 10.2/12.8/14.6 亿元, 分别同增 39.9%/25.2%/13.7%。

(2) 合成香料: 2022-2024 年新增募投产能主要为水杨酸脂类产品, 铃兰醛、合成茴脑和对甲氧基苯甲醛的产能预计保持不变。我们预计合成香料的产能由 2021 年的 1.22 万吨提升至 2024 年的 1.58 万吨。我们假设产销率为 2019-2021 年均值、产能利用率维持较高水平, 则我们预计 2022-2024 年合成香料的销售收入分别为 3.67/4.11/4.49 亿元, 分别同增 13.7%/12.1%/9.2%。

(3) 其他收入: 其他收入包含主营业务中非化妆品活性成分与合成香料的产品收入, 以及非主营业务中销售材料收入和销售废旧物资收入。我们预计 2022-2024 年其他收入均为 0.38 亿元。

■ 毛利率和费用率假设

(1) 毛利率: 考虑到 2021Q4 以来提价趋势有望持续、高毛利产品逐步投产以及随着需求回暖产能利用率提升, 我们预测 2022-2024 年毛利率整体呈提升趋势, 分别为 31.2%/33.3%/35.3%。

(2) 费用率:

我们预计随着新产能的逐步释放和新项目的建设, 人力成本有所上升, 带动销售费

用率和管理费用率均有所提升。同时，考虑到公司坚持自主研发，我们预计将持续投入研发建设，研发费用率也将总体提升。

表8: 公司分业务收入拆分预测

产品类别	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
(1) 化妆品原料及其活性成分	产能 (吨)	23,460	23,800	29,100	30,400	31,400	31,800
	YOY		1.4%	22.3%	4.5%	3.3%	1.3%
	产量 (吨)	18,627	14,674	15,279	18,240	20,410	22,578
	YOY		-21.2%	4.1%	19.4%	11.9%	10.6%
	销量 (吨)	14,082	10,107	11,233	13,411	15,006	16,600
	YOY		-28.2%	11.1%	19.4%	11.9%	10.6%
	年均价格 (万元/吨)	5.7	6.4	6.5	7.6	8.5	8.8
	YOY		12.3%	0.9%	17.2%	11.9%	2.8%
	销售收入 (万元)	80,852	65,165	73,093	102,261	127,998	145,556
	YOY		-19.4%	12.2%	39.9%	25.2%	13.7%
	产能利用率	79.4%	61.7%	52.5%	60.0%	65.0%	71.0%
	毛利率	32.0%	35.4%	28.5%	32.0%	34.0%	36.0%
(2) 合成香料	产能 (吨)	9,800	9,800	12,200	13,400	14,600	15,800
	YOY		0.0%	24.5%	9.8%	9.0%	8.2%
	产量 (吨)	8,422	9,077	11,010	12,007	13,140	14,378
	YOY		7.8%	21.3%	9.1%	9.4%	9.4%
	销量 (吨)	4,288	5,594	6,467	6,855	7,502	8,209
	YOY		30.5%	15.6%	6.0%	9.4%	9.4%
	年均价格 (万元/吨)	5.7	5.7	5.0	5.4	5.5	5.5
	YOY		0.2%	-11.9%	7.2%	2.4%	-0.2%
	销售收入 (万元)	24,246	31,700	32,279	36,688	41,127	44,909
	YOY		30.7%	1.8%	13.7%	12.1%	9.2%
	产能利用率	85.9%	92.6%	90.2%	89.6%	90.0%	91.0%
	毛利率	29.9%	31.2%	27.3%	29.5%	31.5%	33.5%
(3) 其他	销售收入 (万元)	4,937	3,982	3,669	3,826	3,826	3,826
	YOY		-19.3%	-7.8%	4.3%	0.0%	0.0%
	毛利率	20.3%	31.2%	27.3%	26.3%	28.3%	30.3%
总计	销售收入 (万元)	110,036	100,847	109,042	142,774	172,951	194,291
	YOY		-8.4%	8.1%	30.9%	21.1%	12.3%
	毛利率	30.8%	33.0%	26.8%	31.2%	33.3%	35.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

5.2. 估值比较

公司业务主要包括防晒剂和合成香料两大部分。其中，防晒剂属于渗透率正在提升的化妆品品类，且公司是全球最主要的防晒剂制造商之一，龙头地位稳固，未来三年预期增速也较快；合成香料业务目前仍是国外龙头主导，终端需求和日化产品关联较多。

我们对两大业务采取分部估值，通过预计的 2022 年的毛利占比，来估算公司业务净利润占比。（我们预计 2022 年化妆品原料剂毛利占比约为 73.4%，合成香料及其他为 26.6%）。

（1）化妆品原料剂：2022 年公司 PEG 仅为 0.8，可比化妆品企业 PEG 均值为 1.9，考虑公司占据化妆品上游最好的赛道之一防晒剂，且龙头份额稳固、未来增速较快，我们给予板块 2022 年 PEG 为 1.3，按照我们对公司整体 2021-2024 年归母净利润增速 CAGR 的预测值假设板块利润增速（约为 35.5%），则公司化妆品原料剂板块的 2022 年 PE 倍数应为 46X 左右。（2）合成香料：我们选取两家可比公司天赐材料和爱普股份，均从事精细日化材料的生产与销售，2022 年两家可比公司 PE 均值为 16X 左右。

综合两大板块，我们预计公司 2022 年 PE 合理估值应为 35~40X 左右，根据 5 月 27 日收盘价，公司 2022 年对应 PE 为 27X，则按预测中枢看公司估值提升空间仍有 40%左右，公司估值吸引力较大。

表9：可比公司估值比较

板块	股票代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE (X)			2022 PEG
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
化妆品	603605.SH	珀莱雅	420.7	7.2	9.0	11.3	58.4	46.9	37.2	2.3
	300957.SZ	贝泰妮	746.7	11.9	16.3	22.4	62.9	45.7	33.4	1.7
	688363.SH	华熙生物	661.0	9.8	12.3	15.2	67.4	53.7	43.5	2.7
	600315.SH	上海家化	222.6	8.0	11.0	15.0	27.8	20.2	14.9	0.9
		均值					54.1	41.6	32.3	1.9
精细化工	002709.SZ	天赐材料	725.8	50.6	60.3	73.8	14.4	12.0	9.8	0.3
	603020.SH	爱普股份	36.5	2.1	2.5	3.1	17.5	14.4	11.8	1.0
		均值					15.9	13.2	10.8	0.6
	300856.SZ	科思股份	58.4	2.1	2.8	3.3	27.4	21.1	17.7	0.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：除天赐材料、爱普股份外均为东吴证券预测；估值日期为 2022.5.27）

5.3. 投资建议

公司是全球防晒剂龙头，资质完善、深度绑定国际大客户。从短期来看，公司具有提价带来盈利修复、终端需求回暖、募投产能放量等多重利好，有望实现量价齐升。从中长期看，两大高端个护及合成香料项目已规划建设，品类研发拓展也持续进行，长期增长动能充分。我们预计公司 2022-24 年分别实现归母净利润 2.1/2.8/3.3 亿元，分别同增 60.2%/29.9%/19.5%，当前市值对应 2022-24 年 PE27/21/18X，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

原材料价格波动。化工原材料价格受国际形势、国内宏观经济变化和供求关系等多种因素的影响，价格变动存在一定不确定性，会对公司盈利情况造成一定扰动。

疫情反复。国内外疫情的持续发展会对下游产品消费市场产生影响，进而影响产品销售。

重要客户流失。公司和几个重要客户合作较为稳定，收入占比也相对较高，若大客户流失则可能对公司收入增长造成一定影响。

科思股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,075	1,284	1,584	1,935	营业总收入	1,090	1,428	1,730	1,943
货币资金及交易性金融资产	543	622	802	1,078	营业成本(含金融类)	799	983	1,154	1,257
经营性应收款项	169	221	268	301	税金及附加	9	11	14	15
存货	336	414	486	529	销售费用	13	21	28	34
合同资产	0	0	0	0	管理费用	82	113	144	167
其他流动资产	27	27	27	27	研发费用	45	66	86	107
非流动资产	761	818	844	853	财务费用	9	-2	-3	-5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	7	9	10
固定资产及使用权资产	610	698	737	753	投资净收益	16	7	9	10
在建工程	61	30	20	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	46	47	48	48	减值损失	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	14	14	15	营业利润	157	250	324	387
其他非流动资产	31	29	25	23	营业外净收支	-2	-1	-1	-1
资产总计	1,836	2,102	2,428	2,788	利润总额	155	249	323	386
流动负债	225	277	325	354	减:所得税	22	36	47	56
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	133	213	276	330
经营性应付款项	176	217	255	277	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	8	10	12	13	归属母公司净利润	133	213	276	330
其他流动负债	39	48	56	62	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.18	1.89	2.45	2.93
非流动负债	21	21	21	21	EBIT	150	234	304	363
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	226	298	373	435
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.76	31.17	33.28	35.31
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	12.18	14.91	15.98	17.01
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	8.13	30.94	21.14	12.34
负债合计	246	298	346	375	归母净利润增长率(%)	-18.72	60.19	29.88	19.54
归属母公司股东权益	1,590	1,804	2,081	2,413					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,590	1,804	2,081	2,413					
负债和股东权益	1,836	2,102	2,428	2,788					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	152	195	266	347	每股净资产(元)	14.08	15.98	18.44	21.38
投资活动现金流	-39	-117	-87	-73	最新发行在外股份(百万股)	113	113	113	113
筹资活动现金流	-19	0	0	0	ROIC(%)	8.41	11.75	13.35	13.77
现金净增加额	91	79	181	275	ROE-摊薄(%)	8.36	11.80	13.28	13.69
折旧和摊销	76	65	68	72	资产负债率(%)	13.42	14.19	14.26	13.46
资本开支	-209	-124	-99	-84	P/E(现价&最新股本摊薄)	43.96	27.44	21.13	17.67
营运资本变动	-51	-87	-79	-52	P/B(现价)	3.67	3.24	2.81	2.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

