

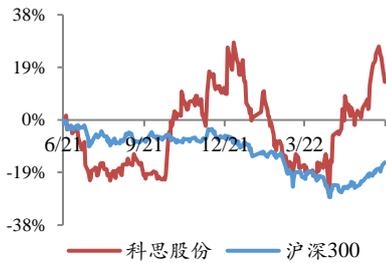
品类拓展+产业链上下延伸，长期增长动力足

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-06-28

收盘价(元)	37.78
近12个月最高/最低(元)	42.52/24.01
总股本(百万股)	169
流通股本(百万股)	58
流通股比例(%)	34.39
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	22

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 使用场景不断拓展，防晒逐步由可选变为刚需

在防晒化妆品方面，我国由于起步较晚，目前仍处于发展初期，渗透率（防晒化妆品占护肤品市场规模的比例）仍较低。根据 Euromonitor，2019 年我国防晒品渗透率为 5.5%，低于全球平均的 8.7%，仅为韩国（10.7%）、美国（11.5%）等国的一半左右。根据美丽修行大数据，预计 2021 年我国防晒产品市场规模为 82 亿元，同比增长 9%。国内消费者对于防晒品类的搜索量由 2019 年至 2021 年实现 7 倍的增长。我们认为主要是由于（1）**消费者防晒意识提升，越来越多的消费者不仅将防晒作为夏季强光日照的对策，更将其作为全年的日常防护手段，在城市通勤、室内办公等场景均有使用。**根据 CBNDATA，2020 年我国线上防晒非夏季消费规模占比超 6 成，城市通勤型防晒消费规模增长超 1.5 倍。（2）**“防晒+”产品逐步孵化，养肤型防晒市场初具规模。**根据 Euromonitor，约 25% 的消费者选择护肤品时要求具有防晒功能，对于防晒与护肤的双重需求催生了兼顾两者的养肤型防晒品。**下游市场的旺盛需求也带动了对优质防晒剂的需求增长**，根据 Euromonitor，2015 年至 2020 年，中国防晒剂消耗量由 0.6 万吨增长至 1.2 万吨，预计 2025 年消耗量可达 1.6 万吨，2020~2025 年保持 7% 的复合增速。

● 短期：疫情及国际经济波动扰动因素减弱，业绩进入上修区

公司作为精细化工行业，其原材料多来自于石油化工产品，如甲苯、异丁烯、苯酚和辛醇等。而石化产品的价格与国际油价关联度较高。以甲苯为例，2021 年以来其价格与原油价格都处于上行区间。此外，受疫情影响，人员出行受阻降低了对防晒护肤品的消费需求。因此 2021 年公司毛利率和净利率有所下降，分别为 26.76%（-6.22pct）和 12.18%（-4.03pct）。预计随着国内经济持续向好和全球新冠疫情的逐步控制，消费者出行频率逐步恢复，短期扰动因素减弱，公司业绩有望重回增长快车道。

● 中长期：新产能+新品类，增长可期

2017~2019 年公司化妆品活性成分及其原料的产能利用率在 80% 上下，处于较高水平，对应产销率分别为 98.25%、96.66%、92.99%。为了解决产能瓶颈，公司推进新产能建设，马鞍山科思辛基三嗪酮（EHT）、水杨酸苄酯（BS）、水杨酸正己酯（NHS）、水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯（AS）以及水杨酸甲酯（MS）生产线在 2021 年陆续投料试运行。并且根据下游市场的变化及公司实际经营情况，公司改建了二乙氧基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（DHHB）、并扩建了双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）新型防晒剂，建成投产后将分别增加 500 吨的产能。相比传统防晒剂在产品的稳定性、防晒效果上有更好的性

能。2022年618销售前10的防晒产品中Mistine、安热沙、娜丽丝、欧莱雅、黛珂、兰蔻、资生堂共7个品牌同时含有DHHB和P-S两种新型防晒成分。公司对于新型防晒剂的产能建设符合防晒下游市场的发展，增强中长期增长确定性。此外，**公司与安庆和南京江宁开发区政府签订协议，建设高端个人护理品产业基地。**公司向下游产业链延伸，提升在产业链中的价值，奠定了公司长期稳健增长的基础。

● **投资建议**

防晒产品在我国起步较晚，目前仍处于发展初期。随着消费者防晒需求意识的提升及防晒品自身升级带动适用场景的拓展，**预计我国防晒下游市场规模将持续增长，但在疫情的影响下短期波动难掩长期向好趋势。**科思股份作为国内防晒剂头部企业，凭借产品品质及优质客户资源等竞争优势，**短期已步入业绩上修区间；中长期在新品类及突破产能瓶颈的双加持下，增长动力十足。**我们预计公司在2022~2024年EPS分别为1.24、1.58、1.89元，对应的PE分别为30.43、23.95、19.94。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

下游防晒市场增长不及预期；新产能投放不及预期；宏观经济波动导致成本上涨等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1090	1530	1878	2183
收入同比 (%)	8.1%	40.3%	22.7%	16.3%
归属母公司净利润	133	210	267	321
净利润同比 (%)	-18.7%	58.2%	27.0%	20.1%
毛利率 (%)	26.8%	28.0%	29.3%	30.5%
ROE (%)	8.4%	12.0%	13.6%	14.4%
每股收益 (元)	1.18	1.24	1.58	1.89
P/E	53.67	30.43	23.95	19.94
P/B	4.49	3.66	3.25	2.86
EV/EBITDA	30.65	20.10	15.90	13.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 科思股份：不止于化学防晒剂制造商.....	6
1.1 业绩短期扰动逐步淡化，盈利能力有望逐步修复.....	6
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富.....	10
2 下游防晒需求拓宽，国内防晒剂迎来新机遇.....	12
2.1 防晒剂：有机无机，各有千秋.....	13
2.2 需求端：国内防晒市场方兴未艾，新需求助力高增长.....	13
2.2.1 国内现状：防晒品渗透率较低，增速领先全球.....	13
2.2.2 市场趋势：防晒产品功能完善，拓展使用场景.....	15
2.3 供给端：防晒剂市场高增，国内企业市场份额有望提升.....	18
3 新品叠加扩产能，业绩增长确定性强.....	21
3.1 产品+研发+客户积累，公司竞争优势凸显.....	21
3.1.1 产品品类齐全.....	21
3.1.2 技术积累丰富.....	23
3.1.3 深度绑定下游优质客户.....	25
3.2 拓产能、拓品类，中长期成长空间打开.....	27
盈利预测及投资建议：.....	32
盈利预测.....	32
投资建议.....	33
风险提示：.....	33
财务报表与盈利预测.....	34

图表目录

图表 1 公司营业收入及其同比	6
图表 2 公司归母净利润及其同比	6
图表 3 公司营业收入构成 (分产品)	7
图表 4 公司主营业务收入构成 (分地区)	7
图表 5 公司主要客户简介	7
图表 6 公司成本构成	8
图表 7 公司 2019 年主要原材料采购情况	8
图表 8 原油价格变化 (美元/桶)	8
图表 9 甲苯价格变化 (元/吨)	8
图表 10 公司定价原则及提价因素	9
图表 11 公司毛净利率水平	9
图表 12 公司部分产品单价变化 (万元/吨)	9
图表 13 公司净资产收益率 ROE (加权)	10
图表 14 公司股权结构 (截至 2022Q1)	11
图表 15 公司核心管理团队简介	11
图表 16 公司所处产业链	12
图表 17 物理防晒与化学防晒对比	13
图表 18 部分国内已批准防晒剂分类	13
图表 19 中国与全球平均防晒品渗透率变化趋势	14
图表 20 2019 年中国与部分国家防晒品渗透率对比	14
图表 21 中国防晒产品市场规模	14
图表 22 消费者对防晒品类搜索量变化 (万次)	14
图表 23 UVA、UVB 与 UVC 对比	15
图表 24 蓝光对皮肤的危害	16
图表 25 防晒产品人群画像	17
图表 26 男士防晒品	17
图表 27 婴幼儿防晒品	17
图表 28 MISTINE“小黄帽”防晒霜防养合一	18
图表 29 2020 年养肤型防晒品细分功效成交额占比及增速	18
图表 30 化妆品基本原料	18
图表 31 分地区防晒剂消耗量及预期	19
图表 32 部分防晒剂的使用数量增长情况	19
图表 33 公司防晒剂领域主要竞争对手	20
图表 34 化妆品产业链	20
图表 35 公司主要防晒剂一览	21
图表 36 公司主要化妆品原料及其他产品 (非防晒剂)	22
图表 37 化妆品活性成分及其原料收入和同比	23
图表 38 化妆品活性成分收入占比	23

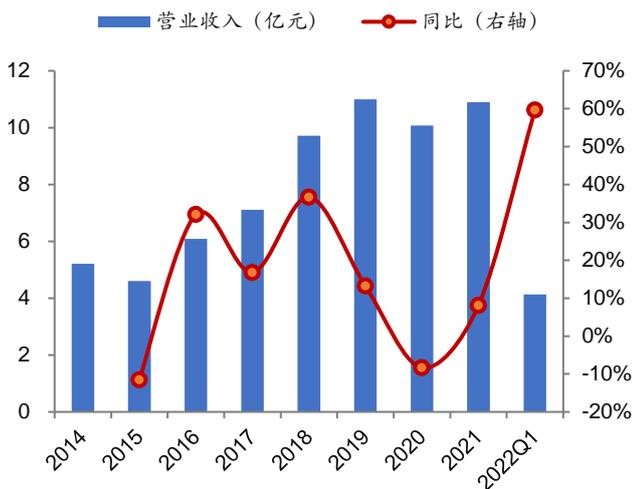
图表 39 公司研发费用及研发费率.....	24
图表 40 公司研发人员数量及研发人员占比.....	24
图表 41 公司研发模式.....	24
图表 42 公司主要研发项目.....	25
图表 43 2017~2021 年公司前五大客户营收占比.....	25
图表 44 2019 年公司前五大客户及占比.....	25
图表 45 2017~2019 帝斯曼采购情况.....	26
图表 46 2017-2019 年公司向帝斯曼销售情况.....	26
图表 47 公司与帝斯曼合作研发项目营业收入.....	27
图表 48 化妆品活性成分及其原料设计产能及产能利用率.....	27
图表 49 化妆品活性成分及其原料产销率.....	27
图表 50 募投项目新增产能（截至 2022 年 4 月 22 日）.....	28
图表 51 公司新型防晒剂产能情况.....	29
图表 52 2022 年 618 销售前 10 防晒主要成分.....	29
图表 53 公司高端个人护理品项目.....	31
图表 54 公司营收拆分（按产品）.....	32

1 科思股份：不止于化学防晒剂制造商

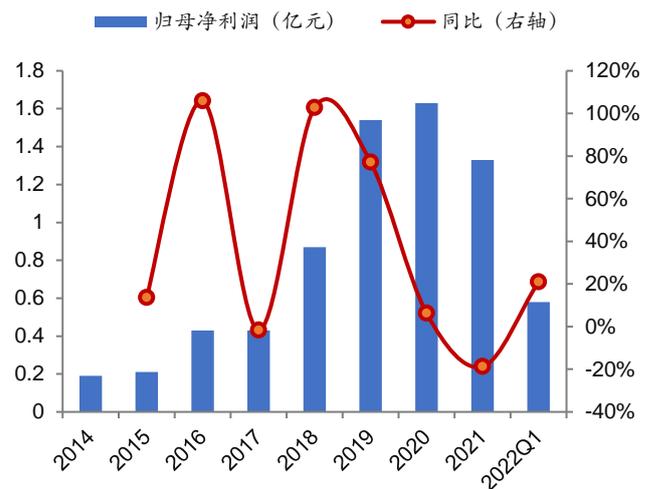
1.1 业绩短期扰动逐步淡化，盈利能力有望逐步修复

南京科思化学股份有限公司（后简称“科思股份”或“公司”）成立于2000年，主要从事日用化妆品原料的研发、生产和销售，产品涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香精等。2015~2019年，公司营业收入复合增速约24%；同期归母净利润增速达65%，大幅高于营收增速。2020年，全球新冠疫情持续蔓延所造成的公司下游消费需求下滑（尤其是在各国加强疫情管控措施后，人员出行受阻降低了对防晒护肤品的消费需求），导致公司当年营收同比-8.35%；受益于成本费用管控能力的持续提升及国家减免政企业社会保险费等减税降费措施，带动公司归母净利润增速依然维持正增长同比+6.35%。2021年由于疫情总体向好发展，下游需求开始释放，公司营收有所恢复，同比+8.13%。但由于国内化工品供需矛盾加剧，叠加上游煤炭、天然气、原油价格上涨及海运价格上行推动了公司运营成本增加，公司归母净利润同比-18.72%。由于公司提价等措施的进行，2022Q1公司营收同比+60%，净利润同比+21%，公司业绩逐步修复。

图表 1 公司营业收入及其同比



图表 2 公司归母净利润及其同比

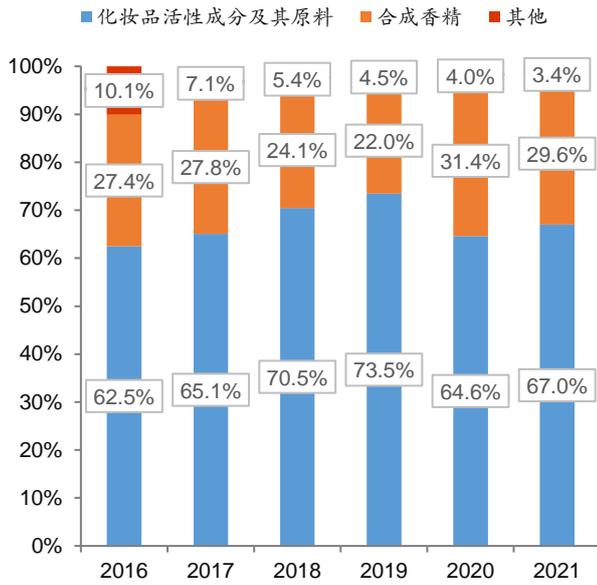


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

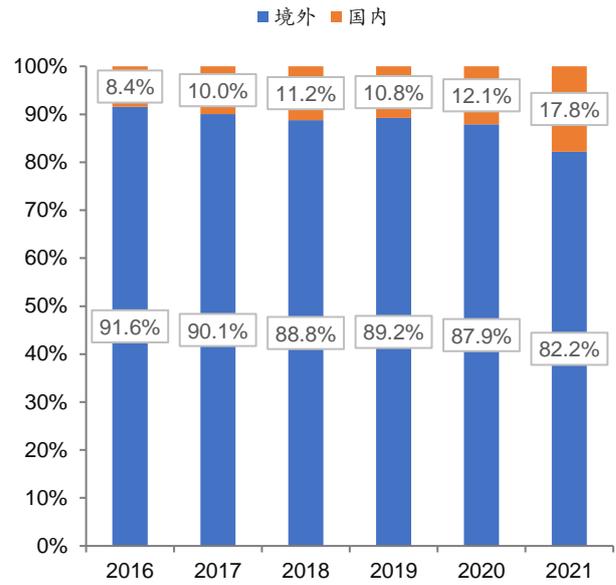
从业务类型来看，2016~2021年，化妆品活性成分及其原料作为公司收入主要的贡献力量，占比由2016年的62.5%提升至2019年的73.5%。2020年，疫情导致下游防晒需求收缩，而对洗涤、消毒杀菌类日用化学品的消费在新冠疫情爆发后显著提高，促进了公司合成香料类产品的销售，双重作用下，公司化妆品活性成分及其原料占比降至64.6%，2021年占比恢复至67.0%。从下游客户来看，公司产品已经进入国际主流市场体系，防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等大型跨国化妆品公司和专用化学品公司；合成香料主要客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。因此，国外市场贡献的收入占比一直维持在90%上下，但已呈缓降的趋势。随着国内经济持续向好和全球新冠疫情的逐步控制，公司业绩有望重回增长快车道。

图表 3 公司营业收入构成 (分产品)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 公司主营业务收入构成 (分地区)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

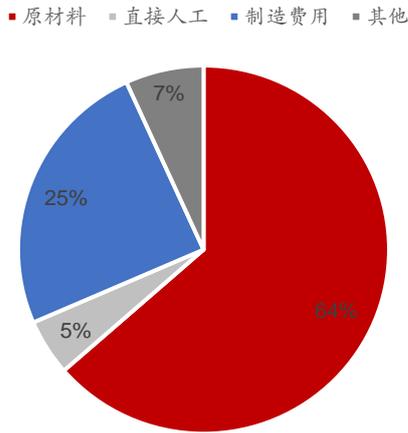
图表 5 公司主要客户简介

客户名	合作起始时间	合作背景	获得订单方式	定价政策	客户主营业务/经营范围
帝斯曼 (DSM)	2015	签订协议并建立业务关系	磋商 (询价、报价)	协商确定	为营养及 个人护理 市场设计、开发、制造和销售功能成分
亚什兰 (Ashland)	2013	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	在全球范围内提供专业的 化学 解决方案
德之馨 (Symrise)	2006	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	生产和销售 香精 、天然 香料 、 合成香料 、 活性成分
奇华顿 (Givaudan)	2003	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	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
拜尔道夫 (Beiersdorf)	2016	通过展会和后续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	护肤品及部分化妆品 的开发、生产和销售
芬美意 (Firmenich)	2005	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	香精香料 的制造及销售
国际香精香料 (IFF)	2011	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	生产用于各类消费品的 香精香料
Sun Cel Inc.	2013	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	化妆品原料 等分销

资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 华安证券研究所

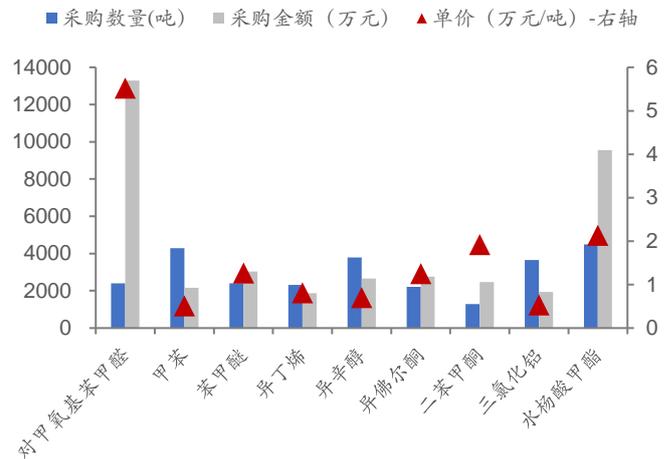
原材料是公司成本中占比最高的部分，2021 年占比达到 64%。公司作为精细化工行业，其原材料多来自于石油化工产品，如甲苯、异丁烯、苯酚和辛醇等。而石化产品的价格与国际油价关联度较高。以甲苯为例，2021 年以来其价格与原油价格都处于上行区间，原材料价格的增长短期影响公司盈利能力。受当前国际经济形势影响，预计公司原材料价格将持续上行。

图表 6 公司成本构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 公司 2019 年主要原材料采购情况



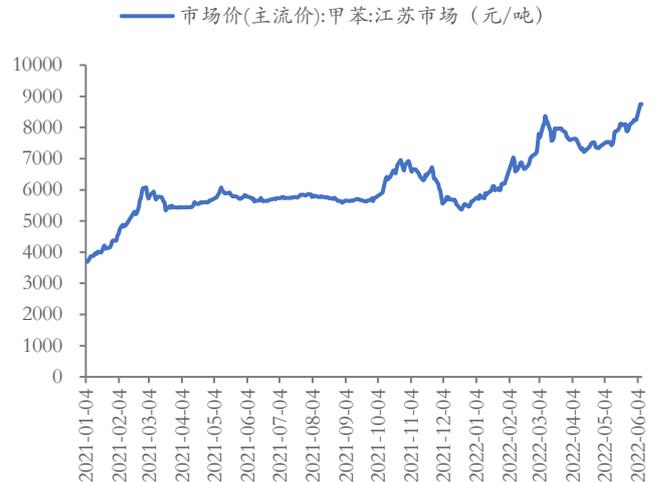
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 原油价格变化 (美元/桶)



资料来源：wind，华安证券研究所

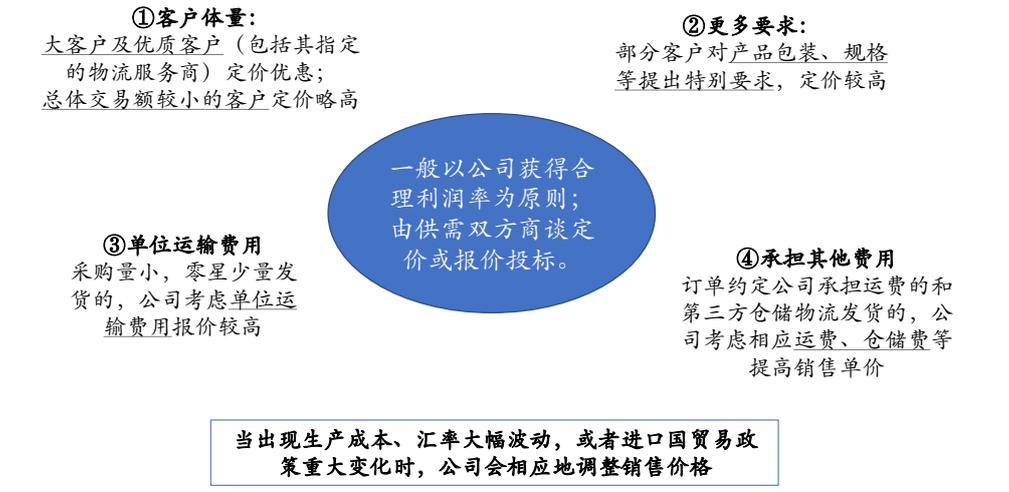
图表 9 甲苯价格变化 (元/吨)



资料来源：wind，华安证券研究所

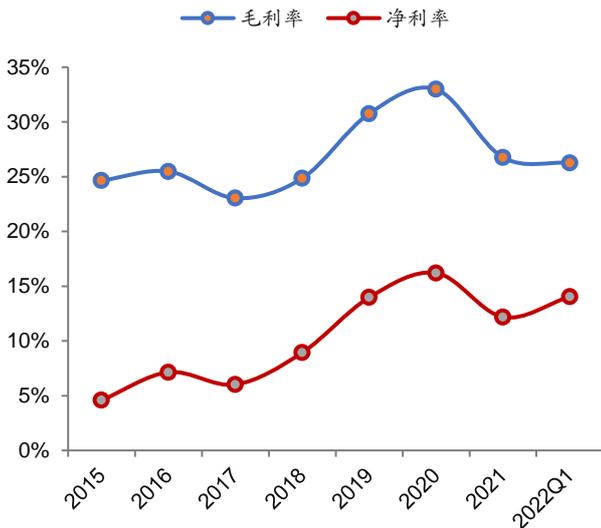
得益于灵活的定价原则及销售策略，公司主要产品阿伏苯宗、原膜散酯、奥利克林、水杨酸异辛酯等产品价格在 2017~2020 年逐年提升，带动公司盈利能力提升。2017~2020 年，公司毛利率由 23.04% 提升至 32.98% (+9.94pct)；同期，净利率由 6.02% 提升至 16.21% (+10.19pct)。2021 年由于成本端价格上升，公司调价具有一定的滞后性。因此公司毛利率和净利率有所下降，分别为 26.76% (-6.22pct) 和 12.18% (-4.03pct)。但随着公司产品提价的作用显现，2022Q1 净利率已有所恢复，毛利率也将逐步恢复。

图表 10 公司定价原则及提价因素



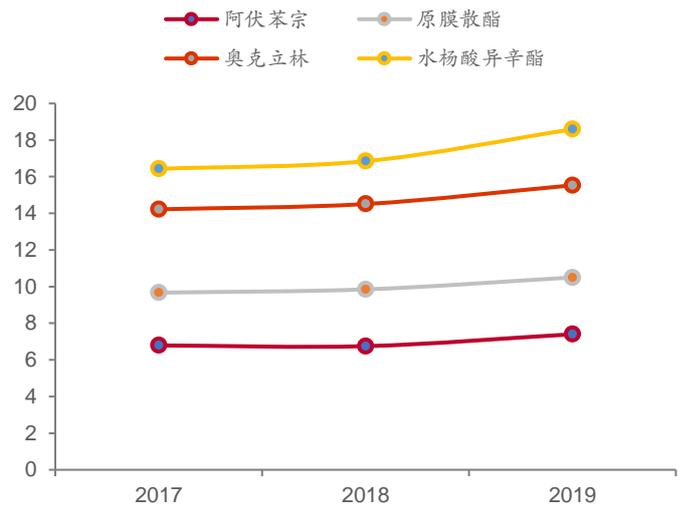
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司毛净利率水平



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

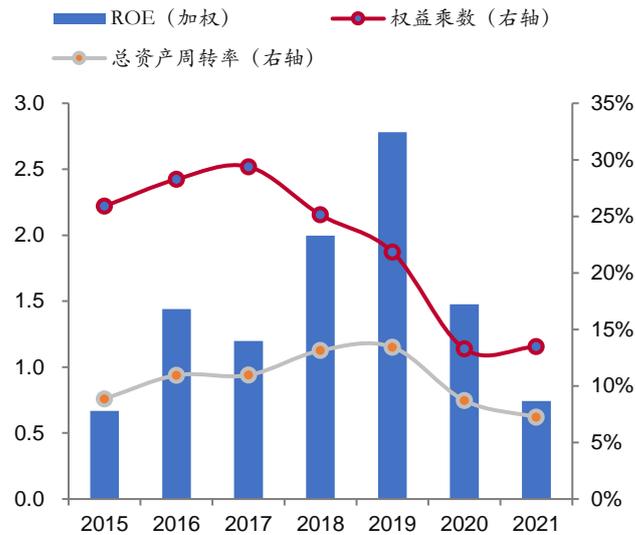
图表 12 公司部分产品单价变化 (万元/吨)



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司净资产收益率 ROE (加权) 由 2017 年的 13.99% 提升至 2019 年的 32.44%，2020 年公司成功登陆创业板，合计募集资金 8.62 亿元，净资产的大幅提升带动权益乘数降至 1.14 (前值 1.87)，叠加在疫情影响下收入端承压，同时公司进行大规模产能建设使总资产增加，导致 2020 年、2021 年总资产周转率分别降至 0.75 次 (前值 1.15 次) 和 0.62 次 (前值 0.75 次)。因此 ROE 于 2020 年突降至 17.22%，2021 年继续下降至 8.68%。我们认为，随着疫情影响的逐步淡化，公司净资产收益率等相关指标有望进入修复通道。

图表 13 公司净资产收益率 ROE (加权)

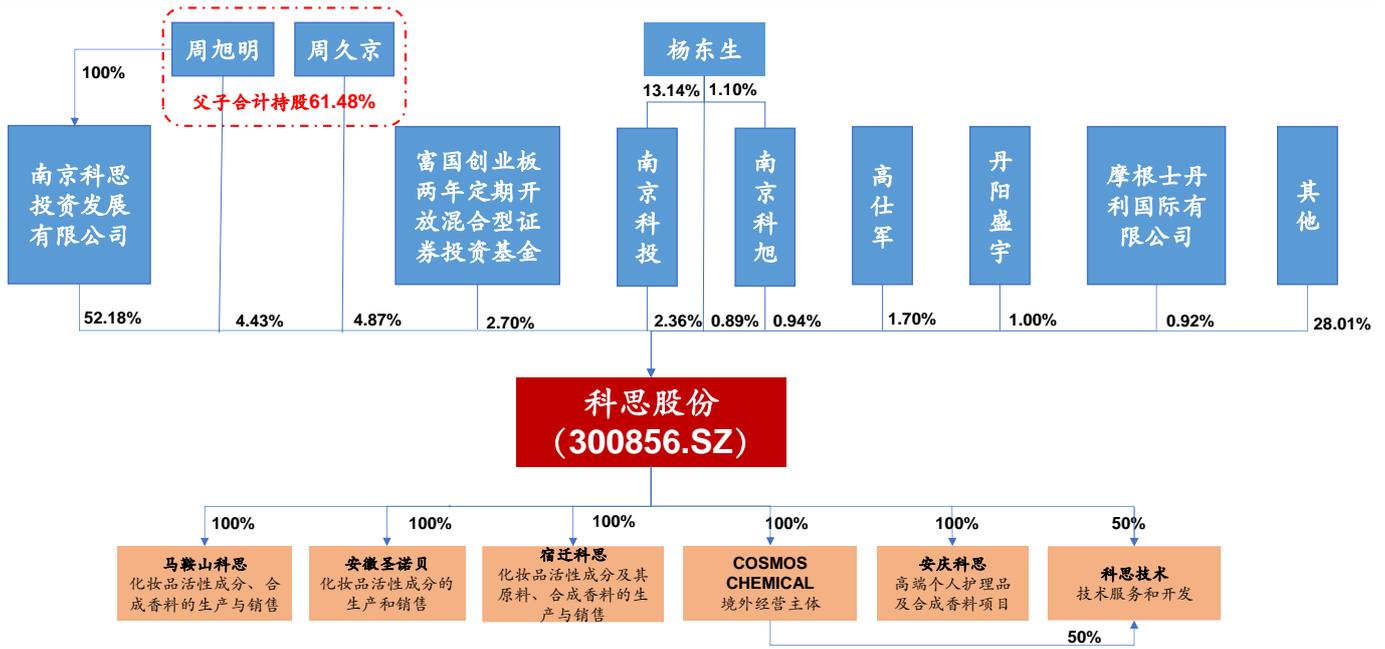


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 股权结构集中, 管理层经验丰富

公司实际控制人为周旭明和周久京 (父子关系)。截至 2022Q1, 周旭明先生合计持有公司 56.61% 股份 (直接持有 4.43%, 通过南京科思投资发展间接持有 52.18%), 其父周久京先生直接持有 4.87% 的股份。因此, 周旭明、周久京作为公司共同实际控制人, 合计持股比例达 61.48%。较为集中的股权结构, 助力公司发展决策制定并实施的有效性, 为公司稳健发展保驾护航。截至 2022Q1, 作为公司对员工实施股权激励的持股平台——南京科投持股 2.36%、南京科旭持股 0.94%, 能够有效激励员工, 保障公司经营目标的实现。

图表 14 公司股权结构 (截至 2022Q1)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

核心管理团队具备丰富的行业经验, 且团队稳定性较强。公司董事长周旭明先生本科学习专业为高分子化工专业, 毕业后直接进入相关行业工作, 至今积累了丰富的行业经验。公司董事、总裁杨军本科就读专业为化学工程与工艺 (精细化工), 对生产及销售均有较深厚的功底。公司管理团队教育背景与从业经历均契合当前企业发展需要的内容及能力, 且从加入公司的时间看, 核心管理团队在公司的任职年限较长, 实现了与公司共同成长, 团队稳定性较强。

图表 15 公司核心管理团队简介

姓名	职位	出生年月	加入公司时间	教育背景	从业经历
周旭明	董事长	1973.11	成立之初	高分子化工专业	2001年4月至2009年3月任公司执行董事; 2011年11月至今任南京科思投资发展有限公司执行董事; 2011年12月至今任公司董事长; 2012年5月至今任科思香港董事; 2021年12月至今任南京科思技术发展有限公司执行董事。
杨军	董事、总裁	1978.8	2003.8	化学工程与工艺 (精细化工) 专业	2001年8月至2003年7月就职于中国石化扬子石油化工有限公司先后任烯烃厂生产技术员和销售员; 2003年8月至今先后任公司业务经理、营销总监、副总经理、总经理、总裁; 2012年7月至今任公司董事。
杨东生	董事、副总裁	1967.12	2000.4	园艺专业	2000年4月至2011年12月任公司监事; 2010年11月至2011年12月任安徽圣诺贝总经理、副董事长; 2011年12月至今任安徽圣诺贝执行董事; 2012年7月至2022年5月16日任公司董事; 2012年11月至今任公司副总经理、副总裁; 2017年10月至今任宿迁科思执行董事。
曹晓如	董事、董事会秘书	1983.4	2014.10	经济法学专业	2008年7月至2011年7月任鸿元控股集团有限公司法务助理; 2011年7月至2012年11月任金煤控股集团有限公司法务专员; 2012年12月至2014年9月任上海丹化化工技

术开发有限公司审计法律部经理；2013年6月至2015年4月任丹化化工科技股份有限公司监事；2014年10月至今就职于公司，自2016年5月起任公司董事会秘书，2018年2月至今任公司董事。

1999年3月至2018年3月任南京三隆包装有限公司副总经理；2018年6月至今任公司副总裁；2021年10月至今任安庆科思化学有限公司执行董事。

2000年7月至2007年9月任南京三隆包装有限公司财务主管；2007年9月至2018年4月任深圳市东冠包装印刷纸品有限公司副总经理；2018年6月至今，任公司财务总监。

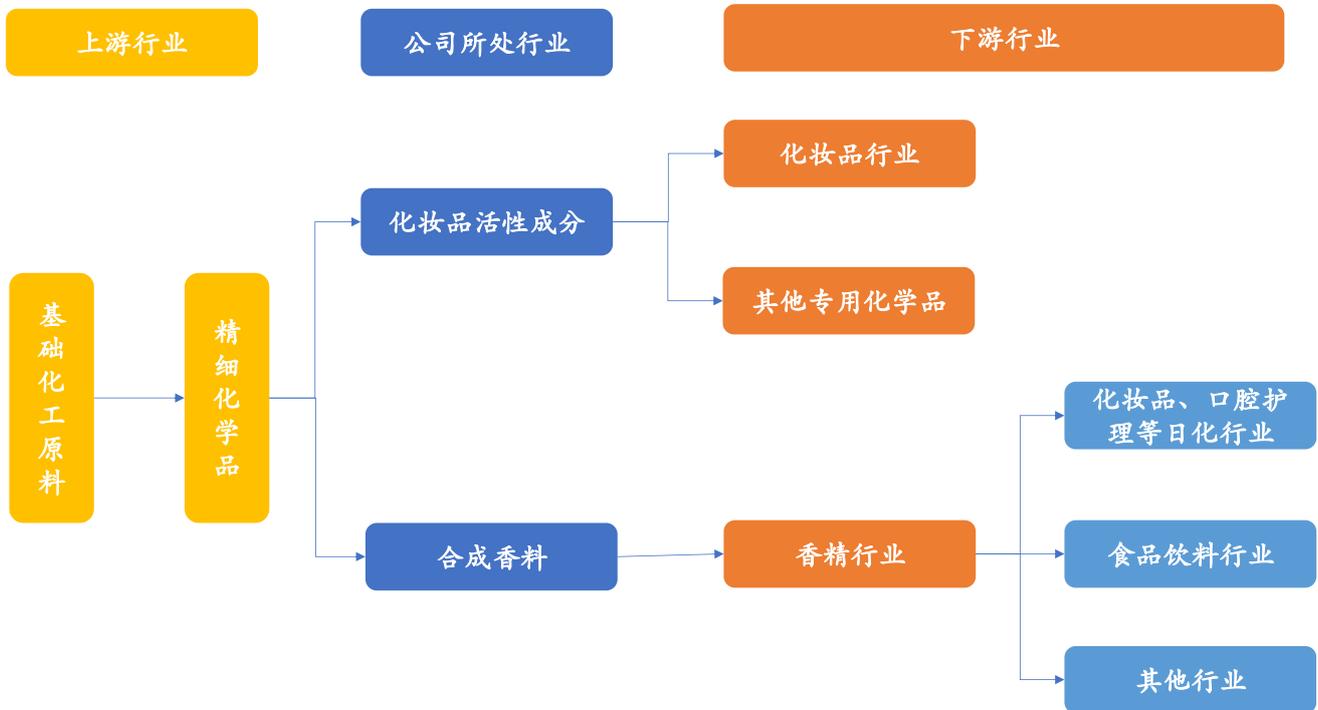
陶龙明	副总裁	1971.8	2018.6	高分子材料专业
孟海斌	财务总监	1977.12	2018.6	会计学专业

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 下游防晒需求拓宽，国内防晒剂迎来新机遇

公司属于精细化工行业，上游主要原材料包括甲苯、苯酚、异丁烯、三氯化铝等，在我国都属于市场规模较大、供应商数量较多的基础化学原料。原材料大多来自于石油，其价格与国际原油价格直接相关，且易受产量变动、政治因素的影响出现波动。公司产品化妆品活性成分、合成香料被广泛应用于与人民生活密切相关的如化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日用化学品行业中，随着下游行业的快速发展和应用领域的不断拓展，预计下游需求持续旺盛。

图表 16 公司所处产业链



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2.1 防晒剂：有机无机，各有千秋

防晒指为防止皮肤晒伤、晒黑，而采取一定方法阻隔或吸收紫外线的行为。根据方式的不同，防晒霜可分为物理防晒与化学防晒两类。其中，物理防晒通过物理遮盖的方式，阻挡、反射或散射紫外线，减少到达皮肤的紫外线量，安全性较高，但同时使用后会产生皮肤油腻、假白等副作用；化学防晒通过吸收紫外线达到防晒效果，使用体验较为清爽，但伴有渗入皮肤或过敏等风险。

图表 17 物理防晒与化学防晒对比

	物理防晒	化学防晒
安全性	安全性、稳定性较高	存在渗入皮肤或过敏刺激等风险
起效时间	立即起效	有一定等待时间
持续时间	较长	较短，通常 2~3 小时需补防晒
使用体验	存在油腻、假白及厚重等副作用	通常较为清爽

资料来源：美丽修行，华安证券研究所

防晒剂是一类具有防晒作用的化妆品活性成分，可利用光的吸收、反射或散射作用来保护皮肤不受特定紫外线的伤害或保护化妆品产品本身。除能防止因日晒而引起的皮肤过敏、红斑与水肿等之外，防晒剂还可规避或减少人体 DNA 的损伤，预防日光性肿瘤、皮肤癌等疾病。同样，防晒剂可分为物理（无机）防晒剂与化学（有机）防晒剂两类。目前，我国共批准 27 种防晒剂产品，其中物理防晒剂仅氧化锌和二氧化钛 2 种；化学防晒剂共 25 种，包括奥克立林、水杨酸异辛酯等。

图表 18 部分国内已批准防晒剂分类

	防 UVA	防 UVB	防 UVA 及 UVB
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、丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷	甲氧基肉桂酸乙基己酯、奥克立林、苯基苯并咪唑啉酮、PABA 己基己酯、水杨酸异辛酯、胡莫柳酯、甲酚曲唑三硅氧烷、乙基己基酮、聚硅氧烷-15	二苯酮-3、二苯酮-4、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚、二乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪

资料来源：国家药品监督管理局，华安证券研究所

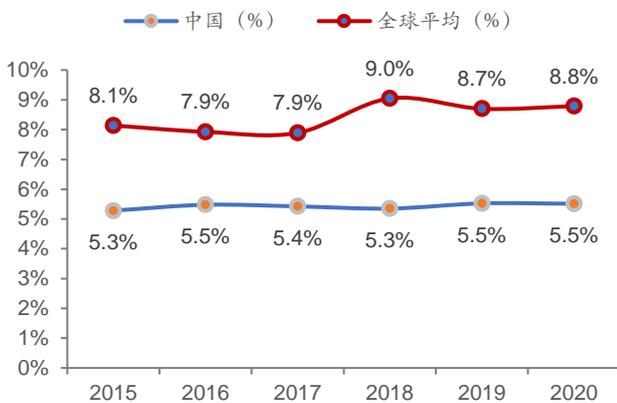
2.2 需求端：国内防晒市场方兴未艾，新需求助力高增长

2.2.1 国内现状：防晒品渗透率较低，增速领先全球

渗透率暂时落后平均水平：在防晒化妆品方面，我国由于起步较晚，目前仍处于发展初期，渗透率（防晒化妆品占护肤品市场规模的比例）仍较低。根据

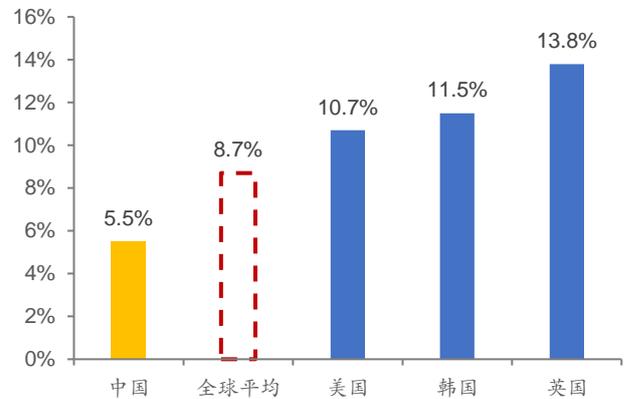
Euromonitor, 2015 年以来, 我国防晒品渗透率稳定在 5.5% 左右, 低于全球平均水平。2019 年我国防晒品渗透率为 5.5%, 低于全球平均的 8.7%, 仅为韩国、美国等国的一半左右, 仍有较大提升空间。

图表 19 中国与全球平均防晒品渗透率变化趋势



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

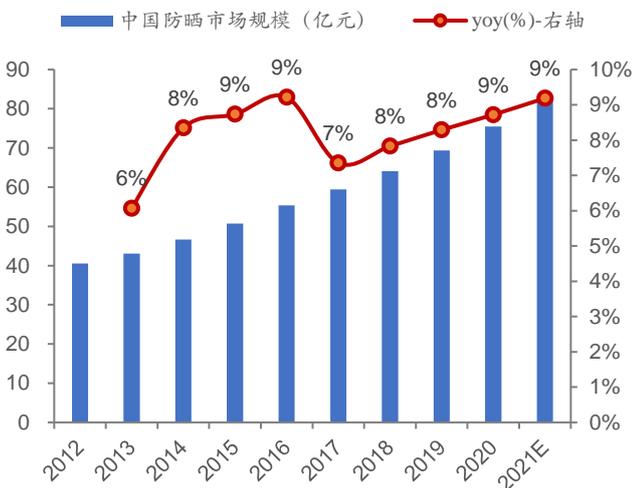
图表 20 2019 年中国与部分国家防晒品渗透率对比



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

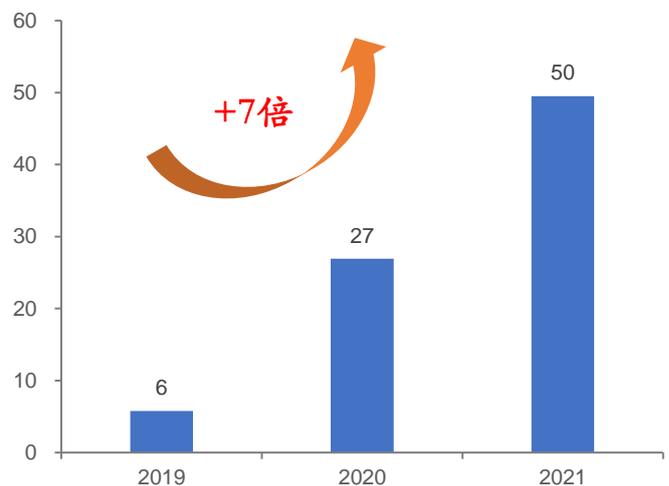
市场规模增速喜人, 近年搜索量高增: 我国防晒化妆品市场近几年保持着稳定快速增长, 2015 年至 2020 年 CAGR 为 8%。根据美丽修行大数据, 预计 2021 年我国防晒产品市场规模为 82 亿元, 同比增长 9%。随着市场教育的不断增加, 国内消费者对于防晒品类的搜索量由 2019 年至 2021 实现 7 倍的增长。可以预见未来几年内我国防晒化妆品市场仍将保持较高的增长, 渗透率也有望得到提升。

图表 21 中国防晒产品市场规模



资料来源: 美丽修行, 华安证券研究所

图表 22 消费者对防晒品类搜索量变化 (万次)



资料来源: 美丽修行, 华安证券研究所

2.2.2 市场趋势：防晒产品功能完善，拓展使用场景

近年来我国防晒品市场的高增长，一方面是由于产品本身的不断完善，另一方面则归功于消费者防晒意识的提升。总体来说，我国防晒市场目前存在**广谱防晒成主流、防晒使用场景拓展、细分人群个性化防晒需求增强及防晒品类多元化**等趋势。

由防 UVB 进阶至全波段，广谱防晒成主流：根据波长及对人体影响的不同，紫外线可分为三个波段，分别为长波紫外线 (UVA)、中波紫外线 (UVB) 和短波紫外线 (UVC)。其中，UVC 无法穿过臭氧层，一般不会对人体造成损害；UVA 穿透力较强，可深入皮肤真皮层，使皮肤老化、变黑、起皱，引发色斑；而 UVB 则作用于皮肤表面，会诱发红斑，也是非黑瘤性皮肤癌的刺激因子。此前，传统防晒主要关注会造成即时、严重皮肤损害的 UVB，而忽略影响较为慢性的 UVA。随着消费者对于 **UVA 认知的提升，兼具防御 UVB 与 UVA 功能的广谱防晒产品更受青睐**，根据 CBNDData，2020 年我国广谱防晒消费规模占比超 60%。

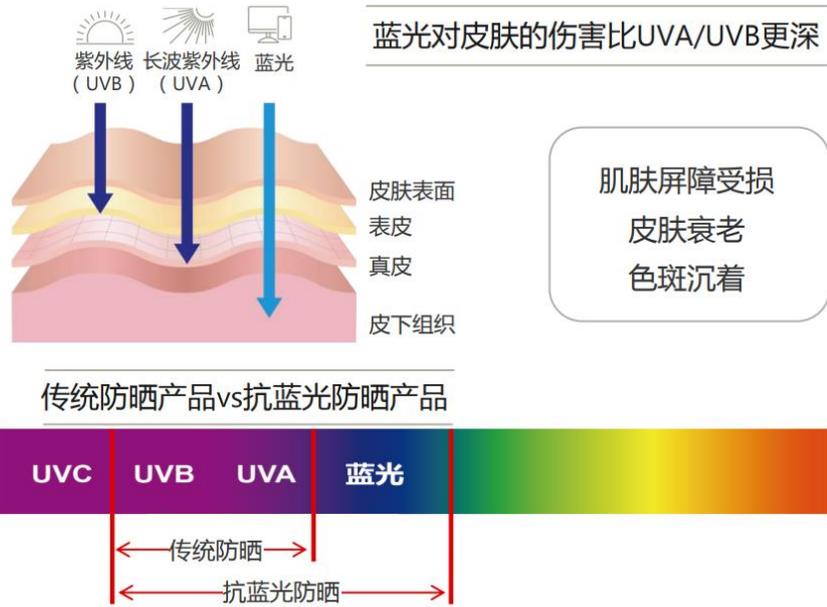
图表 23 UVA、UVB 与 UVC 对比

	UVA	UVB	UVC
波长	320-400nm (长波)	280-320nm (中波)	200-280nm (短波)
对人体损害	可达皮肤真皮层，使皮肤老化、变黑、起皱，引发或加重雀斑、黄褐斑等各种色斑	作用于皮肤表面，诱发红包，造成皮肤发红、水肿等，愈后可留有色素沉着斑	对人体组织造成损害
UVA、UVB 和 UVC 均是诱发皮肤癌的刺激因子			
特点	损伤较为长期、慢性，具有隐蔽性	造成即时、严重的皮肤损害	一般无法到达地表，不会对人体造成影响
场景	一年四季几乎相同，阴天可穿透云层	夏日户外、海边、高原地区等	某些职业（如电焊）或使用人工光源可能受到损害

资料来源：CBNDData，华安证券研究所

由可选变刚需，防晒使用场景拓展：我国素有“以白为美”的审美取向，随着生活水平的不断提高以及防晒知识的普及，防晒愈发成为许多消费者的必选项。同时，越来越多的消费者不仅将防晒作为夏季强光日照的对策，更将其作为全年的日常防护手段，在城市通勤、室内办公等场景均有使用。根据 CBNDData，2020 年我国线上防晒非夏季消费规模占比超 6 成，城市通勤型防晒消费规模增长超 1.5 倍。此外，由于各类电子产品的普及，消费者更加关注蓝光对皮肤的损害，室内抗蓝光功效产品应运而生，防晒的应用逐渐由户外拓展至全场景。

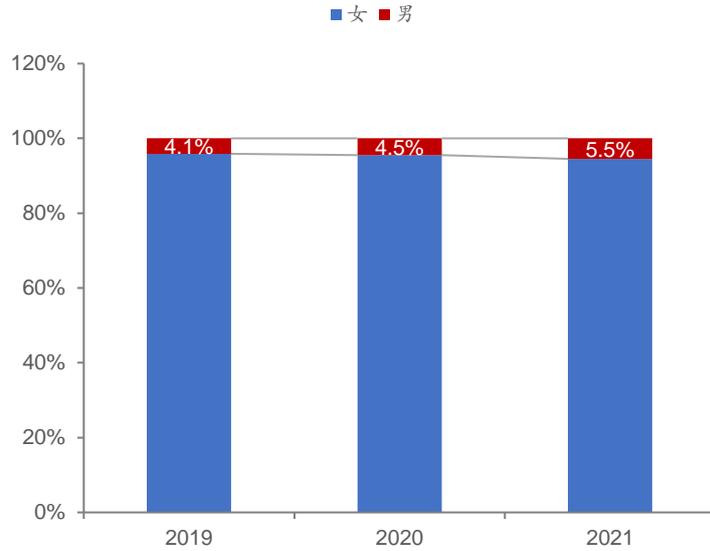
图表 24 蓝光对皮肤的危害



资料来源：凯度消费者指数，华安证券研究所

男性、母婴防晒意识增强，细分领域防晒成新方向：目前，我国女性消费者仍是防晒市场的消费主力，但是男性消费者的防晒护肤意识也有所增强。根据美丽修行，关注防晒品类的人群以女性为主，但近几年男性人群的关注度持续增长，占比由2019年的4.1%提升至2021年的5.5%(+1.4pct)。针对男性防晒护肤需求的提升，欧莱雅、高夫等品牌已推出一系列男士专用防晒品，其相比普通防晒品更清爽、更持久。此外，孕妇及婴幼儿的防晒护肤需求也愈发得到重视，根据凯度消费者指数，2019年孕妇护肤品全渠道金额增速是女性护肤整体的4倍，同时市场Top20的防晒品牌中已有45%推出了婴幼儿专属防晒产品，这类产品具有清爽、温和不刺激等特点。

图表 25 防晒产品人群画像



资料来源：美丽修行，华安证券研究所

图表 26 男士防晒品



资料来源：淘宝，华安证券研究所

图表 27 婴幼儿防晒品



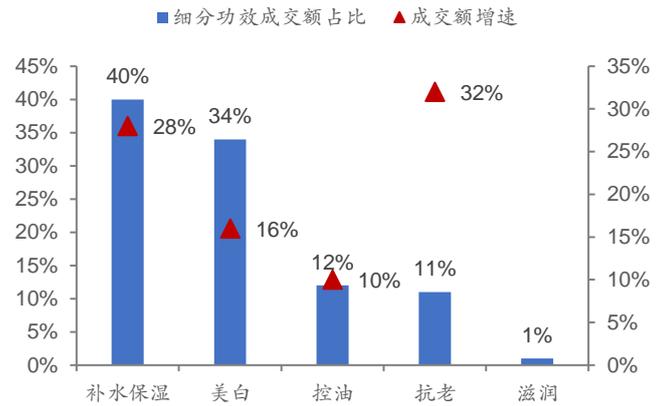
资料来源：淘宝，华安证券研究所

“防晒+”产品逐步孵化，养肤型防晒市场初具规模：除传统的防晒霜、防晒乳等产品之外，在常规的彩妆与护肤品中添加防晒成分也成为一种趋势，具有防晒功效的隔离乳、唇膏、眼霜、面霜等受到市场的欢迎。根据 Euromonitor，约 25% 的消费者选择护肤品时要求具有防晒功能，未来防晒+化妆品预计将成为热点。对于防晒与护肤的双重需求催生了兼顾两者的养肤型防晒品，新中产消费者是其主要受众。根据凯度消费者指数，在防晒的同时补水保湿、美白、控油和抗老是消费者偏爱养肤型防晒品的主要原因，其中补水保湿是消费者最基础的诉求，成交额占比 40%；抗老则是增长最快的诉求，2020 年成交额增速达 32%。

图表 28 MISTINE“小黄帽”防晒霜防养合一



图表 29 2020 年养肤型防晒细分功效成交额占比及增速



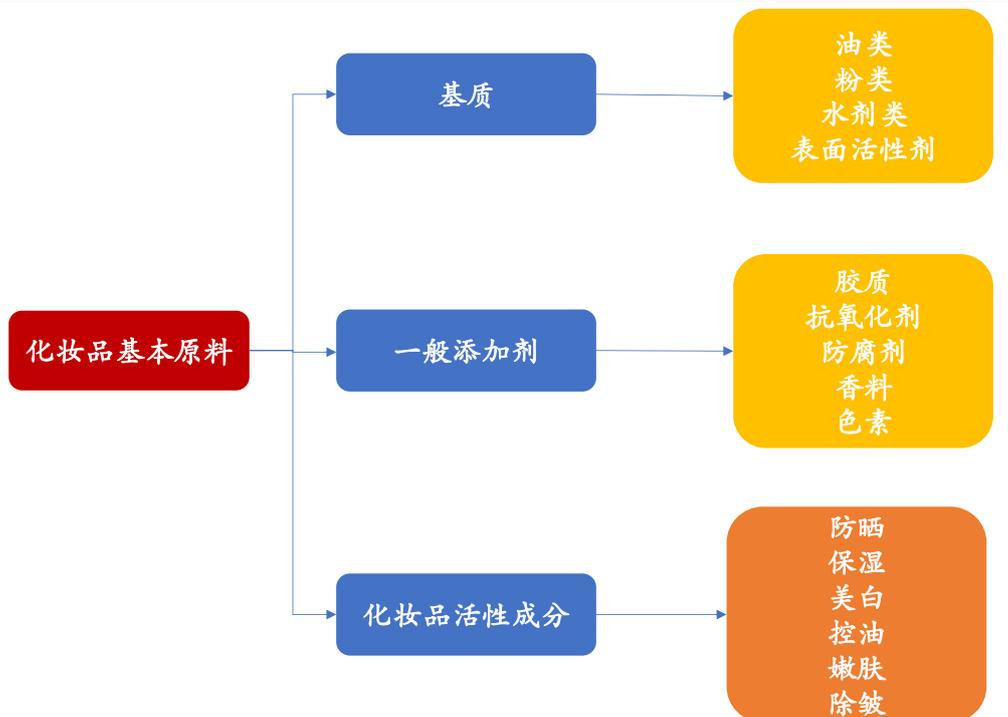
资料来源：淘宝，华安证券研究所

资料来源：凯度消费者指数，华安证券研究所

2.3 供给端：防晒剂市场高增，国内企业市场份额有望提升

化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物。主要原料通常分通用基质原料和各类化妆品添加剂。化妆品添加剂除了包括香精香料、化妆品用色素、化妆品用防腐剂、抗氧化剂等一般添加剂外，还包括防晒、保湿、美白、控油、嫩肤、除皱等化妆品活性成分。随着人们对美丽持久性的追逐，人们对化妆品的需求越来越丰富，包括清洁、护肤、护发、美容，以及营养和医疗效用等，而化妆品能有这些功能是通过添加各种有效的活性成分来实现的。随着下游防晒需求的增长，上游防晒剂也越来越受到化妆品厂商的关注。

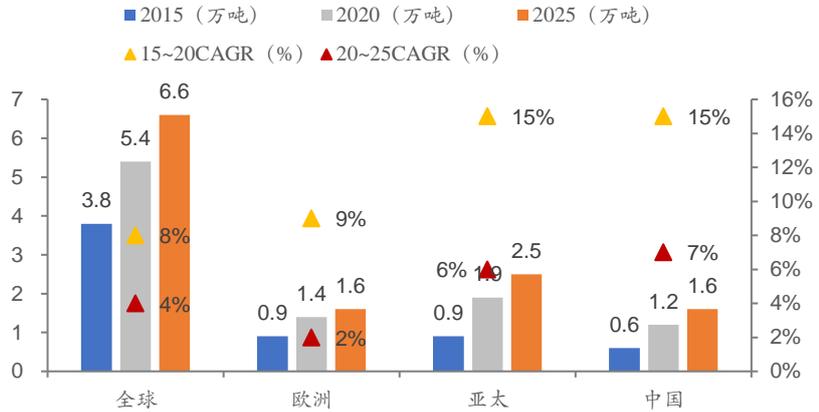
图表 30 化妆品基本原料



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

防晒剂消耗量高增，行业前景广阔：根据 Euromonitor，2015 年至 2020 年，全球防晒剂消耗量由 3.8 万吨增长至 5.4 万吨，CAGR 约 8%；中国防晒剂消耗量由 0.6 万吨增长至 1.2 万吨，翻了一倍，预计 2025 年消耗量可达 1.6 万吨，2020~2025 年保持 7% 的复合增速。消耗量的高增长，反映出防晒剂行业广阔的发展前景。

图表 31 分地区防晒剂消耗量及预期



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

关注安全隐患，防晒剂迭代升级：随着消费者对于防晒产品的安全性的关注持续提高，防晒剂也持续迭代更新。根据美丽修行，2018~2021 年主要防晒剂中二乙基己基丁酰胺基三嗪酮使用数量的复合增速最高达到 171%。而安全风险较高的 4-甲基苄亚基樟脑、二苯酮-3 使用数量的复合增速分别下降 12% 和 25%。

图表 32 部分防晒剂的使用数量增长情况



资料来源：美丽修行，华安证券研究所

大型跨国公司占据主导防晒剂市场，国内市场份额有望提升：在防晒剂市场的竞争格局方面，以巴斯夫、德之馨为代表的大型跨国公司凭借其规模、技术、市场等维

度的传统优势，长期以来占据着主导地位。但由于疫情影响，海运成本上升，进口化妆品原料的价格将有所提升，预计国内优质原料企业市场份额有望提升。

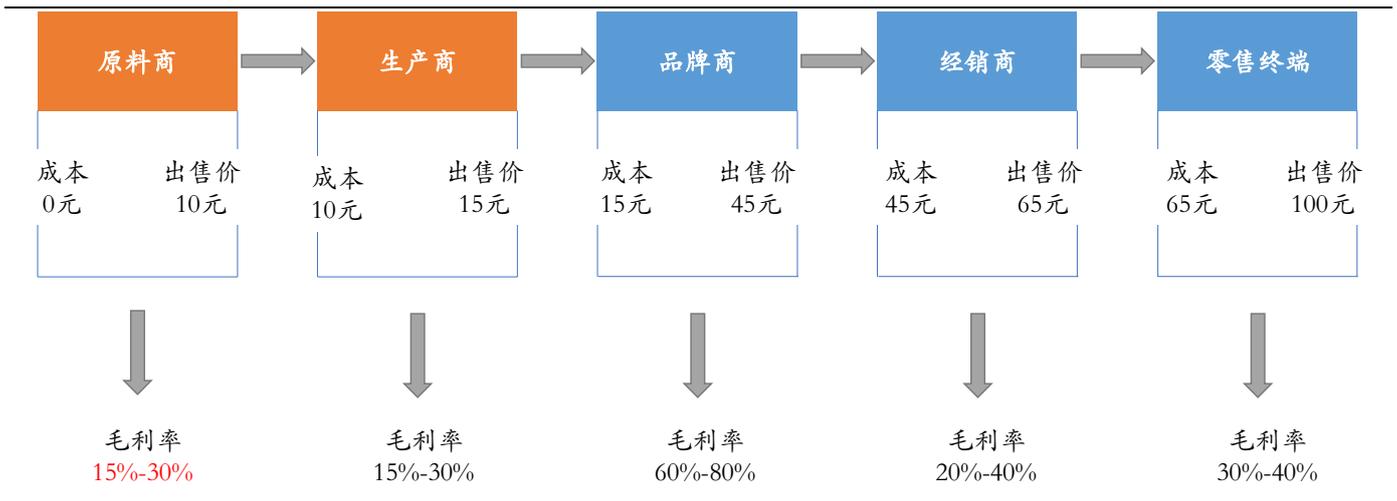
图表 33 公司防晒剂领域主要竞争对手

公司名称	公司简介	主要竞争产品
巴斯夫 (BASF)	巴斯夫是全球领先的化工公司之一，是世界上工厂面积最大的化学产品基地，业务覆盖 6 大板块，即化学品、功能性产品、功能性原材料和方案、农业解决方案、石油和天然气、其他。	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、乙基己基三嗪酮、二乙氧羰基苯甲酰基苯甲酸己酯等
德之馨 (Symrise)	德之馨集团于 2003 年由 Haarmann & Reimer 和 Dragoco 两家公司合并而来，业务主要分为 3 大板块，即香料香精、营养品、个人护理。	原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪等
Chemspec	印度 Chemspec 公司成立于 1978 年，主要生产各种原料药中间体和 personal 护理产品。	原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

化妆品新规出台，产业链价值有望重新分配：整体来看，美妆消费很大程度上取决于品牌溢价与渠道优势，因此美妆产业链的核心价值集中于品牌端与渠道端。上游原料企业在产业链中处于毛利率较低的部分，对于下游品牌商的话语权相对较低。而 2022 年《化妆品质量管理规范》等新规，将逐渐开始实施。《规范》对化妆品的物料采购、生产、检验、贮存、销售、召回等全过程进行控制和追溯，对化妆品企业的生产过程提出更高的要求。化妆品新规对于上游原料产品的生产和质量提出更高的要求，品牌端被迫更多的使用高质量的原料。并且中小企业由于短期难以达到生产的要求，预计将逐渐出清，利好头部企业。

图表 34 化妆品产业链



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

3 新品叠加扩产能，业绩增长确定性强

3.1 产品+研发+客户积累，公司竞争优势凸显

3.1.1 产品品类齐全

产品矩阵丰富，覆盖范围广。公司的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要化学防晒剂及品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段。公司防晒剂产品包括**传统防晒剂**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) 等，此类防晒剂在市场上畅销多年、使用量大、覆盖企业广，满足大部分企业的目前需求。此外，公司还生产双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)、辛基三嗪酮 (EHT) 及二乙氨基羧苯甲酰基苯甲酸己酯 (DHHB) 等**新型防晒剂**，此类防晒剂防护波段广、市场规模小、市场潜力大，可全面满足下游客户的不同需求并延续良好的增长态势。

图表 35 公司主要防晒剂一览

名称	简称	针对紫外线类型	特点	应用
阿伏苯宗	AVB	UVA (320~400nm)	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	AVB 广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，也可作为由于光敏性而变色的产品的抗变色剂，另外由于它具有与许多塑料的兼容性，对 PVC 和饱和聚脂亦有保护作用
奥克立林	OCT	UVB	能达到较高的 SPF 防晒指数，具有吸收率高、无毒、无致畸作用、对光、热稳定性好等优点	是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
对甲氧基肉桂酸异辛酯	OMC	UVB (290~320nm)	它吸收率高，对皮肤无刺激，安全性好，几乎是一种理想的防晒剂	OMC 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	UVB (295~315nm)	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。	适合抗水配方
水杨酸异辛酯	OS	UVB (280~320nm)	。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	作为 UVB 吸收剂使用于防晒化妆品中
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	P-S	UVA+UVB	具有脂溶性和较高的光稳定性。它具有三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大、紫外线吸收率较高的特点，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

辛基三嗪酮	EHT	UVA+UVB	它具有较大的分子结构和很高的紫外线吸收效率，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂，品具有较高的光稳定性，可防止 UVB 诱导的免疫抑制作用，且耐水性强，对皮肤的角质蛋白有较好的亲和力。	是近年来发展起来的一类新型广谱防晒剂
二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸乙酯	DHMB	UVA (320~400 nm)	具有优异的光化学稳定性，有效的紫外线防护	油溶性及良好的配方灵活性，使其可溶于各种化妆品油和溶剂

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

除直接防晒剂外，公司主要产品中的对甲氧基苯乙酮 (MAP)、对叔丁基苯甲酸甲酯 (MBB) 均可用于防晒剂阿伏苯宗 (AVB) 的生产，使得公司在生产防晒剂的同时具备生产其原料的能力，增强对原材料端成本波动的管控，保障产品的盈利水平及生产品质。此外，公司生产的维生素 C 磷酸酯钠 (C-50) 也被用于化妆品领域，具有维生素 C 所有功效的同时，又克服乐维生素 C 怕光、热及金属离子、易被氧化的缺点。

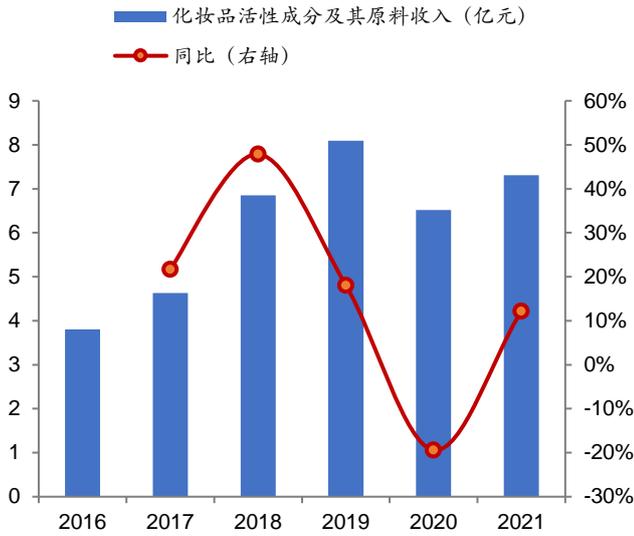
图表 36 公司主要化妆品原料及其他产品 (非防晒剂)

名称	简称	主要功能及用途
对甲氧基苯乙酮	MAP	对甲氧基苯乙酮常用于高级化妆品和皂用香精中，在肥皂中有很高的稳定性，亦可作果实食品香精。 也用于防晒剂阿伏苯宗 (AVB) 的生产和有机合成 ，生产对甲氧基苯乙酸用作葛根素的中间体，以及液晶单体的生产。
对叔丁基苯甲酸甲酯	MBB	对叔丁基苯甲酸甲酯是一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体，广泛应用于化工合成、制药、化妆品、香料香精、药品的生产， 主要用途之一就是用来生产防晒剂阿伏苯宗 (AVB) 。
维生素 C 磷酸酯钠	C-50	维生素 C 磷酸酯钠是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。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

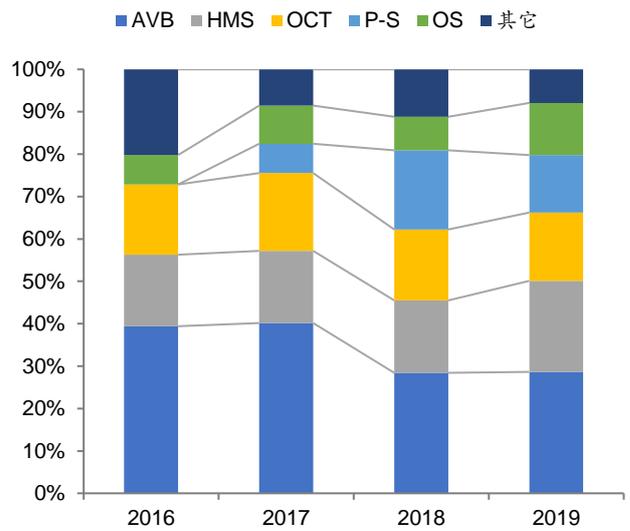
阿伏苯宗 (AVB) 是公司化妆品活性成分及其原料收入的主要贡献产品，2016~2019 年占该品类的收入比例分别为 31%/33%/23%/23%，占同期总收入的比例分别为 20%/21%/16%/17%。作为贡献“亚军”的对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC) 在该品类下占比稳定在 20% 上下。原膜散酯 (HMS) 和水杨酸异辛酯 (OS) 占比有所提升，主要受益于在 UVB 品类里面相对其他产品低价格带动销量提升。此外，具备同时吸收 UVA、UVB 的双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 的表现也较为亮眼。

图表 37 化妆品活性成分及其原料收入和同比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 38 化妆品活性成分收入占比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

3.1.2 技术积累丰富

生产管理体系不断完善, 产品通过欧盟认证。一方面, 需求端客户主要为大型跨国公司, 需满足其对于生产质量等方面的严格标准; 另一方面, 公司所属行业对于产品质量的监管要求较高。通过提升质量保证和质量控制体系, 规范生产操作相关的工艺流程, 公司的生产和质量监管体系持续提升完善。目前, 公司建立了符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系, 并通过了美国 FDA 的现场审核及欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 的认证。此外, 公司高度重视产品的 REACH 注册工作。公司主要产品阿伏苯宗 (AVB)、原膜散酯 (HMS)、奥克利林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、水杨酸异辛酯 (OS)、对甲氧基苯甲醛 (PMOB)、合成茴脑 (AT)、2-萘乙酮 (β -U80) 等均已完成注册。

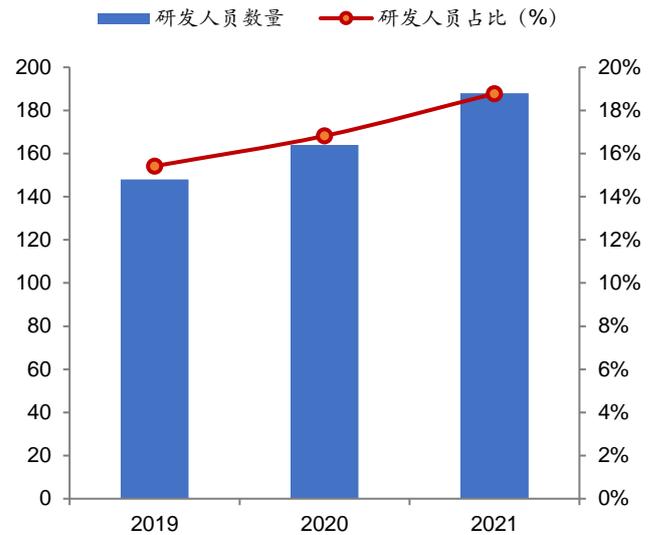
研发投入持续增加。公司重视研发能力提升, 研发费用由 2017 年的 0.21 亿元增至 2021 年的 0.45 亿元, 研发费率也不断增加, 由 2017 年的 2.91% 增至 2021 年的 4.16%, 处于行业领先水平。同时, 公司不断壮大研发团队, 为产品研发提供有力支持, 研发人员占比由 2019 年的 15.42% 升至 2021 年的 18.78%。

图表 39 公司研发费用及研发费率



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

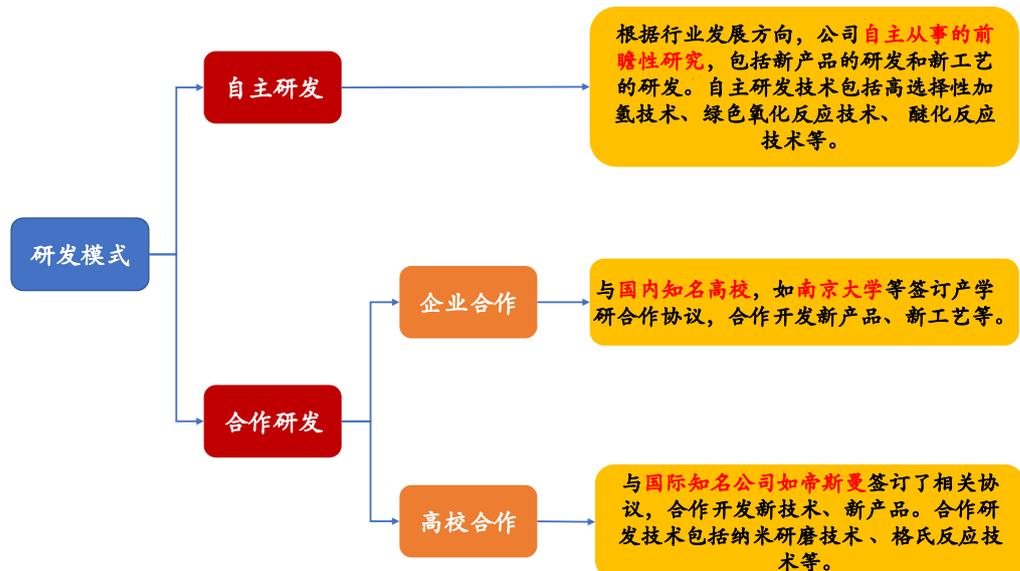
图表 40 公司研发人员数量及研发人员占比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

拥有多项专利技术, 构成坚实壁垒。基于公司多年的研发投入和经验积累, 公司通过自主研发、合作研发等方式形成了脱色-薄膜蒸馏纯化技术、高选择性加氢技术、绿色氧化反应技术、Friedel-Crafts 烷基化反应技术等独特的核心技术和生产工艺, 截至 2021 年末, 公司已经形成 130 余项专利技术, 其中包括 22 项产品发明专利。2021 年新增专利申请 14 项, 获得专利授权 23 项, 其中发明专利 6 项。在此基础上, 公司在工艺路线、技术等方面进行多项研究, 进一步扩展公司产品布局。

图表 41 公司研发模式



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 42 公司主要研发项目

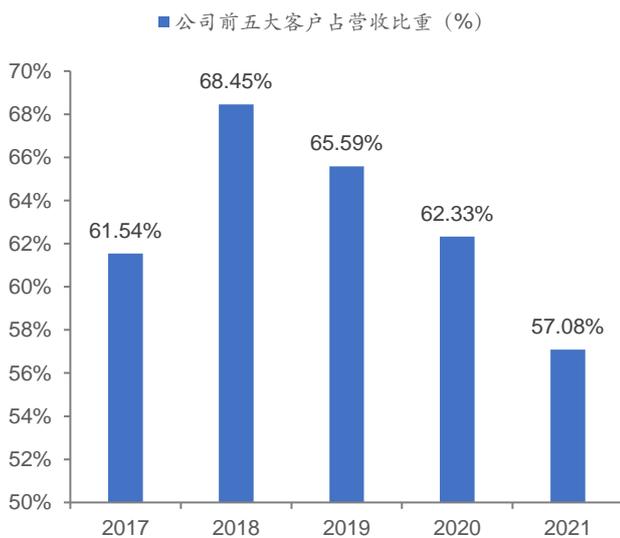
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
防晒剂 PA 项目	拓展 新型防晒剂 市场	开发完成并已启动工业化项目建设	开发安全、环保和相对经济的工艺路线	增加公司新型防晒剂品类，进一步巩固行业地位
防晒剂 NT-15TV 项目	拓展 物理防晒剂 市场	开发完成	掌握纳米材料制备技术	增加物理防晒剂产品，覆盖防晒剂全领域
合成香料 M 及其衍生品项目	增加 合成香料 品类	主要工艺路线已打通，部分环节优化中	开发安全、环保和相对经济的工艺路线	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
增稠剂项目	增加 个人护理品原料 品类	开发完成	掌握高分子聚合反应技术	增加个人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

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.1.3 深度绑定下游优质客户

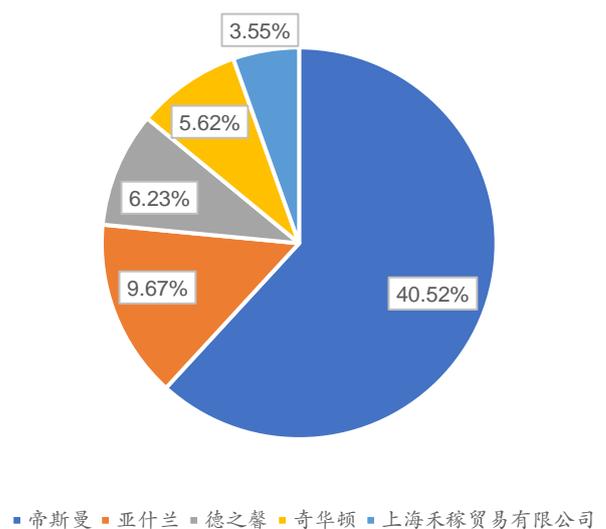
客户群稳定优质。下游客户选择供应商需要现场检查等一系列的审核流程，对厂房、设备、生产流程、产品等具有较高要求，一旦达成供应关系不会轻易更换。公司**化妆品活性成分及其原料的主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克等国际大型化妆品公司和专用化学品公司**，2017-2021 年公司前五大客户合计销售金额占年度销售总额比例均在 50% 以上，2019 年公司前五大客户分别为帝斯曼、亚什兰、德之馨、奇华顿以及上海禾稼贸易有限公司，优质且稳定的客户群是公司发展的坚实基础。

图表 43 2017~2021 年公司前五大客户营收占比



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 44 2019 年公司前五大客户及占比



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

与帝斯曼建立长期、深度合作关系。2015年起公司开始与帝斯曼合作，产品逐步得到帝斯曼认可，双方合作不断加深。(1) **独家供应**，2015年7月1日帝斯曼与公司签订关于阿伏苯宗、水杨酸异辛酯、奥克立林、原膜散酯和对甲氧基肉桂酸异辛酯等产品的《采购协议》，公司成为帝斯曼此类产品的独家供应商，成功占据国际市场。(2) **合作品类拓展**，除上述品类外，帝斯曼在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，丰富了供应品类。(3) **合作加深**，公司与帝斯曼于2015年开始合作研发P-S、P-M新型防晒剂，研究生产这两类产品所需的纳米研磨技术与格氏反应技术，P-S、P-M生产线于2016年末建成试生产，2017年两类产品占公司营收比重为3.93%，2019年占比8.94%，产量逐步扩大。此外，公司于2017年3月1日与帝斯曼签订采购协议向其供货，协议规定2017-2023年帝斯曼向公司独家采购，并设置最低采购量。公司产品获得众多国际大牌认可，在合作关系粘性增强的同时，具有信任背书效应，有利于公司吸引其他合作伙伴，获得更多化妆品品牌订单。

图表 45 2017~2019 帝斯曼采购情况

	主要产品	帝斯曼采购数量 (吨)	占其采购的同类的产品比重
2017	奥克立林、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	3,945	100%
2018	奥克立林、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	100%
2019	奥克立林、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	6,950	100%

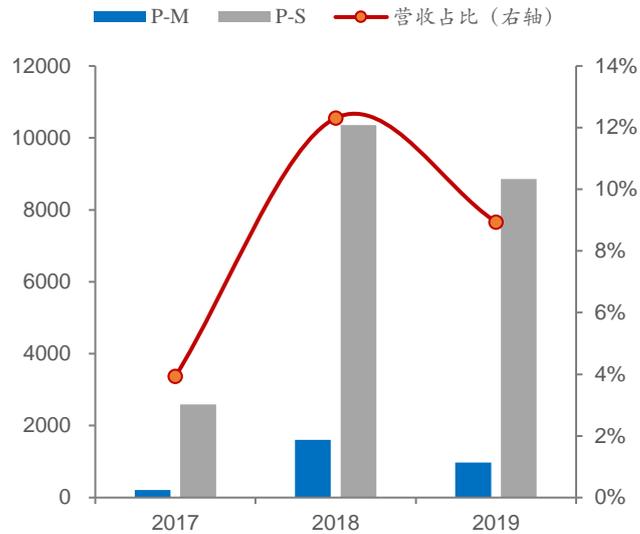
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 46 2017-2019 年公司向帝斯曼销售情况

产品名称	2017		2018		2019	
	销售金额	毛利率	销售金额	毛利率	销售金额	毛利率
奥克立林	1909.35	21.28%	4136.69	12.37%	4212.47	23.76%
阿伏苯宗	6682.51	29.25%	8882.53	27.92%	9919.70	34.27%
原膜散酯	1281.31	28.34%	4225.84	20.11%	4116.39	29.42%
苯基苯并咪唑磺酸	3.57	29.10%	620.64	29.93%		
P-M	209.77	10.60%	1602.00	24.49%	978.58	25.08%
对甲氧基肉桂酸异辛酯	5783.84	18.01%	9107.15	11.57%	10692.97	24.67%
水杨酸异辛酯	1569.23	28.85%	2448.24	20.34%	4106.02	30.71%
P-S	2585.29	-9.04%	10356.86	35.22%	8859.28	29.66%
维生素C磷酸酯钠			485.63	32.25%	1700.51	40.08%
合计	20024.87	20.01%	41865.59	23.35%	44585.92	29.31%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 47 公司与帝斯曼合作研发项目营业收入



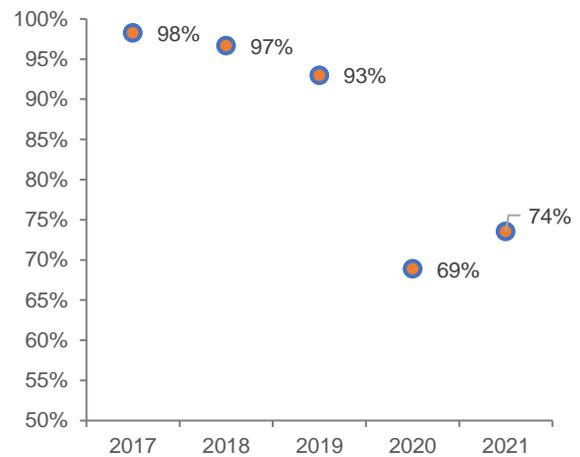
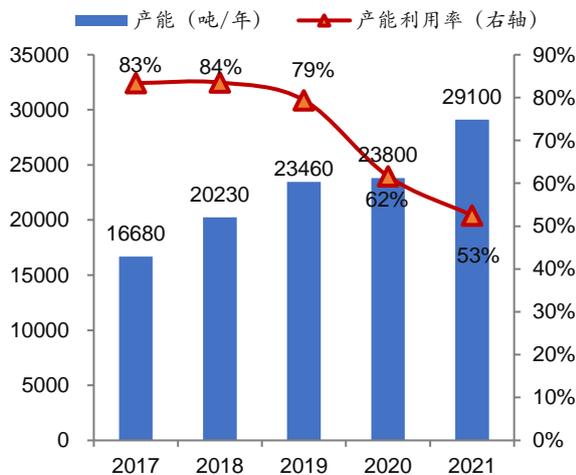
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.2 拓产能、拓品类，中长期成长空间打开

2017~2019 公司产能利用率及产销率均已接近饱和，疫情冲击导致 2020 年出现下滑。随着疫情影响转淡，2021 年公司把握复苏机遇，产销率迎来上行修复。截至 2021 年末，公司化妆品活性成分及其原料的设计产能为 29100 吨/年，相较 2017 年 16680 吨/年的设计产能增长了 12420 吨/年。疫情影响前，2017~2019 年公司化妆品活性成分及其原料的产能利用率在 80% 上下，处于较高水平，对应产销率分别为 98.25%、96.66%、92.99%。疫情导致防晒剂下游需求疲软，2020 年公司化妆品活性成分及其原料的产能利用率降至 61.66%，对应产销率降至 68.88%。随着疫情影响的逐步转淡，防晒剂下游需求恢复释放，2021 年公司产销率回升至 73.52%。

图表 48 化妆品活性成分及其原料设计产能及产能利用率

图表 49 化妆品活性成分及其原料产销率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司稳步推进募投项目，建设新产能。马鞍山科思辛基三嗪酮 (EHT)、水杨酸苄酯 (BS)、水杨酸正己酯 (NHS)、水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯 (AS) 以及水杨酸甲酯 (MS) 生产线陆续投料试运行。

图表 50 募投项目新增产能 (截至 2022 年 4 月 22 日)

项目名称	产品名称	项目建设进度	新增产能 (吨/年)
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	已投料试生产	2000
	水杨酸苄酯	已投料试生产	1500
	水杨酸正己酯	已投料试生产	1500
	水杨酸甲酯 (冬青油)	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	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	已投料试生产	1500
	水杨酸正戊酯	已投料试生产	1500
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	已投料试生产	1000
	中试装置	建设中, 预计 2021 年 12 月 完成安装调试	-
马鞍山科思化学有限公司年产 2500 吨日用化学品原料项目	二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (DHBB) 新型防晒剂	计划自 2021 年 10 月开工建 设, 预计 2022 年 9 月竣工 投产	500
安徽圣诺贝化学科技有限公司年产 500 吨防晒系列产品扩建项目	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	计划自 2022 年 3 月开工建 设, 预计至 2022 年 12 月竣 工使用	500
安庆科思化学有限公司科思个人护 理品研发项目	建设实验功能区、质检和办公 区域	计划自 2022 年 5 月开工建 设, 预计至 2022 年 12 月竣 工投产	-

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

多种新型防晒剂产能建设中, 增强中长期增长确定性: 根据下游市场的变化及公司实际经营情况, 2020 年 11 月, 公司取消募集资金中香豆素建设项目, **新增辛基三嗪酮等防晒用产品**。2021 年 11 月公司根据实际情况终止了马鞍山科思 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目 (一期工程) 中的水杨酸生产线建设, **调整建设年产 2500 吨日用化学品原料项目中的二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (DHBB) 生产线**。公司 2022 年 4 月公司终止“安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目, 调整建设双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 产品线”。

图表 51 公司新型防晒剂产能情况

防晒剂类别	产品名称	新增产能 (吨/年)	投资金额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	建成后合计产能 (吨/年)
新型广谱紫外线吸收剂 (UVA/UVB)	辛基三嗪酮	1000	1980.28	1980	1000
新型 UVA 紫外线吸收剂	二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (DHHB)	500	7200.41	4408.9	500
新型广谱紫外线吸收剂 (UVA/UVB)	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	500	3542.84	3542.84	1000

资料来源：公司公告，华安证券研究所

辛基三嗪酮、DHHB 和 P-S 都是新型防晒剂，相比传统防晒剂在产品的稳定性、防晒效果上有更好的性能。其中 DHHB 是一种新型的 UVA 紫外线吸收剂，其紫外吸收波段和传统的阿伏苯宗相近，特别对 UVA1(340~400nm 波段)有较高的吸收效果，对紫外线产生的自由基有很强的防护效果，可以提升 UVB 防晒成分的 SPF 值；并且其具备很好的光稳定性，可以长时间维持效能。辛基三嗪酮是一类新型广谱防晒剂，它具有较大的分子结构和很高的紫外线吸收效率，既可吸收 UVB 段紫外线，又可吸收 UVA 段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油溶性防晒剂。P-S 是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。同时，它具有三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大、紫外线吸收率较高的特点，具有强紫外线吸收性和高耐热性。2022 年 618 销售前 10 的防晒产品中 Mistine、安热沙、娜丽丝、欧莱雅、黛珂、兰蔻、资生堂共 7 个品牌同时含有 DHHB 和 P-S 两种防晒新型防晒成分。公司对于新型防晒剂的产能建设符合防晒下游市场的发展，有助于公司进一步开拓市场。

图表 52 2022 年 618 销售前 10 防晒主要成分

品牌	主打产品	化学防晒成分	物理防晒成分
Mistine	水润清透防晒霜	甲氧基肉桂酸乙基己酯	二氧化钛
		对苯二亚甲基二樟脑磺酸 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯	
AMESSA/安热沙	金灿倍护防晒乳	水杨酸乙基己酯	氧化锌 二氧化钛
		聚硅氧烷-15	
		奥克立林 甲氧基肉桂酸乙基己酯 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯	

Naris/娜丽丝	小阳伞防晒喷雾	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		奥克立林 二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 乙基己基三嗪酮	
欧莱雅	多重防护隔离露	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 乙基己基三嗪酮 甲酚曲唑三硅氧烷 二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚	
薇诺娜	清透防晒乳	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 乙基己基三嗪酮 亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚	
黛珂	多重防晒乳 (防水性)	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 聚硅氧烷-15 二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯	氧化锌
兰蔻	轻透水漾防晒乳	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 乙基己基三嗪酮 甲酚曲唑三硅氧烷 二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚	
皕丽	水润倍护防晒水凝乳	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 乙基己基三嗪酮	氧化锌
高姿	柔皙透白精华防晒霜	甲氧基肉桂酸乙基己酯	
		奥克立林 二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚 乙基己基三嗪酮	
SHISEIDO/资生堂	新艳阳夏臻效水动力防护乳液	水杨酸乙基己酯	
		甲氧基肉桂酸乙基己酯 奥克立林 丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷 二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	二氧化钛

资料来源：魔镜市场情报，美丽修行 app，华安证券研究所

两项政府协议落地，加速布局高端个人护理品。(1) 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了《安庆高新技术产业开发区项目投资合作协议》，计划总投资约30亿元人民币，建设高端个人护理品及合成香料项目。预计年产95000吨，达产后年产值约43亿元。(2) 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》，拟在南京江宁经济技术开发区“高端个人护理品产业基地”建设研发中心等，满足研发创新体系优化升级及有效地吸引高端人才。高端个人护理品的布局为进一步丰富公司业务结构、提升营业规模奠定了基础，奠定了公司长期增长的基础。

图表 53 公司高端个人护理品项目

项目	预计新增产能 (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	—

资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

公司主要业务包括化妆品活性成分及原料、合成香料两大业务。其中，(1) **化妆品活性成分及原料**新产能逐步投放，预计产能利用率至 2024 年达到 75%。随着下游市场的扩张及公司新订单的增加，预计公司产销率持续提升。公司产品的成本受到上游石油价格的波动影响较大，预计成本仍将保持高位。同时根据公司的提价机制，预计价格将进一步上涨。(2) **合成香料**产能利用率处于相对饱和状态，并且由于合成香料业务下游订单稳定，预计总体产能利用率将保持在 92%，产销率保持在 60%。

图表 54 公司营收拆分 (按产品)

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	1,008.47	1,090.41	1,530.24	1,877.72	2,182.96
yoy (%)	-8.35%	8.13%	40.34%	22.71%	16.26%
总成本	675.88	798.59	1,101.42	1,327.68	1,516.29
yoy (%)	-11.29%	18.16%	37.92%	20.54%	14.21%
毛利率	32.98%	26.76%	28.02%	29.29%	30.54%
化妆品活性成分及其原料					
营收	651.65	730.93	1152.51	1494.88	1794.78
yoy (%)	-19.40%	12.17%	57.68%	29.71%	20.06%
成本	421.09	522.84	824.4	1049.9	1237.6
yoy (%)	-23.41%	24.16%	57.68%	27.35%	17.88%
毛利率	35.38%	28.47%	28.47%	29.77%	31.05%
合成香料					
营收	317.00	322.79	342.87	349.73	356.72
yoy (%)	30.74%	1.83%	6.22%	2.00%	2.00%
成本	218.02	234.55	244.3	246.7	249.2
yoy (%)	28.25%	7.58%	4.14%	1.00%	1.00%
毛利率	31.22%	27.34%	28.76%	29.46%	30.15%
其他					
营收	39.82	36.69	35	33	31
yoy (%)	-19.36%	-7.86%	-5%	-5%	-5%
成本	36.77	41.20	33	31	30
yoy (%)		12.04%	-20.48%	-5.00%	-5.00%
毛利率	7.66%	-12.29%	6%	6%	6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

防晒产品在我国起步较晚，目前仍处于发展初期。随着消费者防晒需求意识的提升及防晒品自身升级带动适用场景的拓展，预计我国防晒下游市场规模将持续增长，但在疫情的影响下短期波动难掩长期向好趋势。科思股份作为国内防晒剂头部企业，凭借产品品质及优质客户资源等竞争优势，短期已步入业绩上修区间；中长期在新品类及突破产能瓶颈的双加持下，增长动力十足。我们预计公司在2022~2024年EPS分别为1.24、1.58、1.90元，对应的PE分别为30.43、23.93、19.87。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

下游防晒市场增长不及预期：若受疫情反复等因素影响，消费者出行恢复不及预期，对于防晒的需求或将减少。因此，对于防晒霜的需求的增长可能不及预期，影响公司销售的增长。

新产能投放不及预期：公司是国内防晒剂的龙头企业，但是主要竞争对手为国际大型化工企业，若竞争加剧，公司新产能投放可能不及预期。

宏观经济波动导致成本上涨：宏观经济具有较大的不确定性，对石油等原材料的影响较大。若公司无法及时将成本转嫁给客户，将对公司总体盈利能力产生影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1075	1187	1261	1525	营业收入	1090	1530	1878	2183
现金	212	228	319	552	营业成本	799	1101	1328	1516
应收账款	166	221	267	302	营业税金及附加	9	12	15	17
其他应收款	1	1	1	1	销售费用	13	19	24	31
预付账款	4	6	7	8	管理费用	82	112	149	182
存货	336	476	513	610	财务费用	9	-4	-5	-6
其他流动资产	356	254	152	50	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	761	950	1076	1201	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	16	13	18	22
固定资产	605	761	855	945	营业利润	157	248	314	377
无形资产	46	54	58	63	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	110	136	163	193	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1836	2137	2337	2725	利润总额	155	246	312	375
流动负债	225	366	350	469	所得税	22	35	45	54
短期借款	0	0	0	0	净利润	133	210	267	321
应付账款	176	299	268	375	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	49	68	82	93	归属母公司净利润	133	210	267	321
非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	226	307	383	450
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.18	1.24	1.58	1.89
其他非流动负债	21	21	21	21					
负债合计	246	388	371	490					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	113	169	169	169					
资本公积	880	823	823	823					
留存收益	597	756	973	1243					
归属母公司股东权益	1590	1749	1965	2235					
负债和股东权益	1836	2137	2337	2725					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	152	221	243	390
净利润	133	210	267	321
折旧摊销	76	77	91	101
财务费用	3	0	0	0
投资损失	-16	-13	-18	-22
营运资金变动	-51	-55	-99	-12
其他经营现金流	191	267	369	335
投资活动现金流	-39	-155	-101	-106
资本支出	-209	-268	-219	-228
长期投资	152	100	100	100
其他投资现金流	19	13	18	22
筹资活动现金流	-19	-51	-51	-51
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	56	0	0
资本公积增加	0	-56	0	0
其他筹资现金流	-19	-51	-51	-51
现金净增加额	91	16	91	233

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	8.1%	40.3%	22.7%	16.3%
营业利润	-19.6%	57.9%	26.9%	19.8%
归属于母公司净利润	-18.7%	58.2%	27.0%	20.1%
获利能力				
毛利率 (%)	26.8%	28.0%	29.3%	30.5%
净利率 (%)	12.2%	13.7%	14.2%	14.7%
ROE (%)	8.4%	12.0%	13.6%	14.4%
ROIC (%)	8.1%	11.2%	12.7%	13.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	13.4%	18.1%	15.9%	18.0%
净负债比率 (%)	15.5%	22.2%	18.9%	21.9%
流动比率	4.78	3.24	3.60	3.25
速动比率	3.15	1.86	2.05	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.77	0.84	0.86
应收账款周转率	7.15	7.91	7.69	7.67
应付账款周转率	4.96	4.64	4.69	4.71
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	1.24	1.58	1.89
每股经营现金流 (摊)	0.90	1.31	1.43	2.30
每股净资产	14.08	10.33	11.61	13.20
估值比率				
P/E	53.67	30.43	23.95	19.94
P/B	4.49	3.66	3.25	2.86
EV/EBITDA	30.65	20.10	15.90	13.01

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。