



增持（首次）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：48.48

证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

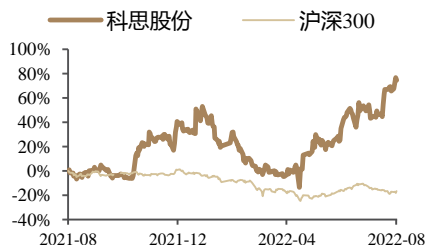
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.88	29.45	40.41
相对涨幅(%)	22.19	30.52	33.43

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

科思股份（300856.SZ）：防晒剂龙头，提价兑现、盈利优化

投资要点

- **导语：**科思股份为防晒剂龙头企业，短期受益于提价逻辑兑现及上游成本下降，盈利能力逐步兑现，而凭借公司在技术、规模及资质优势，未来通过产能提升将承接市场需求，长期持续丰富矩阵拓展新增长。
- **防晒需求精细化，合成香料应用多元。（1）防晒领域：**全球防晒市场成熟、规模基本稳定在100-125亿美元；中国市场高速增长，11-21年CAGR达10.4%至167亿元，疫情短期影响有限。预计2021-2026年全球防晒市场CAGR为8.0%、中国为9.6%，①存量恢复-出游需求带动；②增量提升-抗光老意识驱动，衍生出对防晒剂的多元需求，多款国货防晒产品共同做深市场。下游拉动上游防晒剂领域的增长，且行业升级迭代趋势明显、更凸显安全性，国内化工公司较海外公司的竞争力逐渐提升。（2）**合成香料领域：**终端市场主要用于食用、日用领域，全球香精香料市场持续增长，市场高度集中，四大巨头历史悠久，研发实力雄厚，中国的市场受益于消费升级趋势快速增长，当前格局分散仍处于发展早期阶段。
- **科思股份：防晒剂龙头、领先的合成香料生产商。**经过20年的成长，公司形成了防晒剂等化妆品活性成分和合成香料为主的两大核心业务板块，股权结构集中且管理层具备丰富的化工经验，但公司在2017-2019年实现了防晒剂领域超20%的市占率，业务受到疫情短期影响，核心竞争力表现为：（1）**生产技术端：**行业综合技术要求较高、影响生产效率，科思股份积累了百项核心技术且每年持续对新产品、新工艺研发投入，通过IPO募资持续巩固研发能力。（2）**产品管线端：**核心产品包括传统防晒剂、新型防晒剂及美白类活性成分，完整产品线满足客户需求，积极储备新型防晒剂P-S、EHT、PA等，创造防晒剂行业新增长点。（3）**客户资质端：**国际法规及客户审核成为行业两大门槛，而科思具备完善的质控体系，技术良好且质量稳定，进入帝斯曼、德之馨、亚什兰等多家国际化妆品原料商采购体系，并与帝斯曼深度合作开发新型防晒剂。
- **未来发展：短期提价+中期产能释放+长期横向扩矩阵。（1）短期提价：**2021年受到原材料价格、海运费价格上涨，公司盈利能力承压明显，从21Q4起逐步提价并在22Q1有所兑现，盈利能力环比提升，预计22年业绩将有明显改善。（2）**中期产能释放：**当前的厂房、设备难以满足订单增长需求，阿伏苯宗2017-2019年产能利用率接近100%，公司新产能释放将带来业绩新增长点。（3）**长期扩矩阵：**化妆品新规下，合规安全成为监管重点，龙头企业优势明显，科思进行多领域开发工艺，横向扩展产品业务单元，在新产品及新品类布局提供未来增量。
- **投资逻辑：**科思股份为防晒剂领域龙头企业，兼具多重竞争优势，未来短中长期具备多重驱动力。预计22-24年收入为15.24亿/18.37亿/21.45亿，归母净利润为2.47亿/3.22亿/3.74亿，增速为86.0%/30.1%/16.3%，当前22-24年估值分别为33X/26X/22X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料及产品价格波动；客户依赖；汇率波动；疫情影响。

股票数据

总股本(百万股):	169.32
流通A股(百万股):	58.98
52周内股价区间(元):	24.01-49.10
总市值(百万元):	8,208.63
总资产(百万元):	1,888.53
每股净资产(元):	14.60

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,008	1,090	1,524	1,837	2,145
(+/-)YOY(%)	-8.4%	8.1%	39.8%	20.5%	16.8%
净利润(百万元)	163	133	247	322	374
(+/-)YOY(%)	6.3%	-18.7%	86.0%	30.1%	16.3%
全面摊薄EPS(元)	0.97	0.78	1.46	1.90	2.21
毛利率(%)	33.0%	26.8%	30.0%	31.2%	30.8%
净资产收益率(%)	11.1%	8.4%	13.7%	15.5%	15.6%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 科思股份：防晒剂龙头、领先的合成香料生产商	5
1.1. 科思股份：稳扎稳打，二十年铸化学品原料龙头	5
1.2. 股权集中，高管深耕行业多年	5
1.3. 经营情况：短期受海外疫情扰动，长期不改龙头地位	6
2. 防晒需求精细化，合成香料应用多元	9
2.1. 防晒领域：防晒需求升级，注重防晒剂成分安全性	9
2.1.1. 科普：防晒成为护肤关键步骤，防晒剂形式、功能多样化	9
2.1.2. 空间：国内防晒市场高增长，需求细分+产品多样构成驱动力	10
2.1.3. 格局：竞争格局尚未稳定，国货大有可为，薇诺娜、珀莱雅国货领先	12
2.1.4. 上游防晒剂：受益于防晒市场增长，行业集中度高	14
2.2. 合成香料领域：应用广泛，我国处于发展初期阶段	15
2.2.1. 香料市场领域应用广泛，终端市场主要用于食用、日用领域	15
2.2.2. 市场空间：国内外香精香料市场均持续增长，国内提升空间大	16
3. 技术积累+产品矩阵丰富+合作客户构筑核心竞争力	18
3.1. 二十余年累积百项核心技术工艺，募投持续巩固研发实力	18
3.2. 丰富产品矩阵满足客户需求，塑造国际强竞争力	19
3.3. 资质齐全，绑定多重国际知名大客户	21
4. 未来发展：短期提价+中期产能释放+长期横向扩矩阵	23
4.1. 短期提价进行时，盈利能力环比提升	23
4.2. 中期：老产品恢复增长+新产品陆续放量驱动业绩增长	24
4.3. 长期：强监管时代有望突出，产品业务单元扩充提高竞争力	25
5. 盈利预测及投资建议	27
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: 稳扎稳打, 二十年铸化学品原料龙头	5
图 2: 股权结构集中, 周久京和周旭明为共同实际控制人	5
图 3: 疫情扰动经营业绩, 长期不改科思细分领域龙头地位	6
图 4: 2021 年毛利率受到成本端扰动略有下降	7
图 5: 2016-2021 年费用率变化情况	7
图 6: 2017-2021 各业务收入构成情况 (单位: 亿元)	7
图 7: 2017-2021 各业务营收贡献情况	7
图 8: 17-20 年毛利率稳中有升, 21 年成本扰动边际下降	8
图 9: 外销为主导, 内销占比逐渐提升	8
图 10: 销售模式: 直营为主, 经销为辅	8
图 11: 防晒对象的类型与威胁	9
图 12: 防晒原理: 散射剂和吸收剂	10
图 13: 全球防晒化妆品市场较为成熟、规模稳定	10
图 14: 中国防晒需求稳健增长, 2011-2021 CAGR 超 10%	10
图 15: 2021 年渗透率对比: 国内低于全球	11
图 16: 2021 年人均消费对比: 国内超过全球但低于成熟国家	11
图 17: 需求细分化: 多场景适用	11
图 18: 需求细分化: 多效合一	11
图 19: 2021-2026 年全球防晒市场规模	12
图 20: 2021-2026 年中国防晒市场规模	12
图 21: 薇诺娜、珀莱雅的市占率逐年提升, 2021 年分列第 7 名、第 14 名 (单位: %)	13
图 22: 全球防晒剂市场规模增速较低, 亚太地区贡献核心增量	14
图 23: 近三年防晒剂升级迭代趋势明显	14
图 24: 防晒剂中添加复配成分, 增强协同效应	14
图 25: 2017-2019 年科思股份市场领先且份额不断提升	15
图 26: 香精香料应用广泛, 终端市场主要用于食用、日用	16
图 29: 全球香精香料市场规模	16
图 30: 按区域划分的全球香精香料市场消耗量	16
图 26: 2017 年香精市场全球份额市占率排名	17
图 30: 2005-2019 年中国香精香料市场规模	17
图 31: 2011-2019 年中国香精香料产量	17
图 32: 公司研发投入持续升高	19

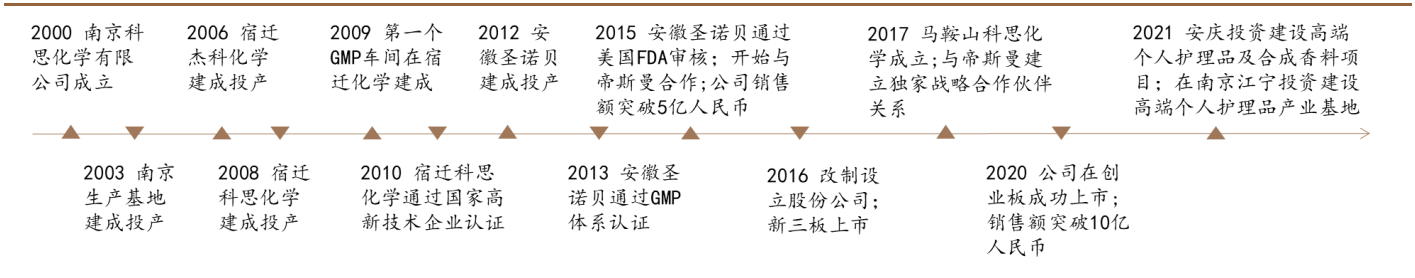
图 33: 公司研发技术团队不断添员	19
图 34: 2017-2019 年核心产品销售价格 (万元/吨)	23
图 35: 2017-2019 年核心产品毛利率 (%)	23
图 36: 分季度看科思股份的盈利规模 (亿)	23
图 37: 分季度看科思股份的盈利能力	23
图 38: 公司产品的的主要生产线	24
图 39: 三大业务产能利用率位居高位水平	24
图 40: 化妆品原料按风险差异实施管理	26
表 1: 公司在任高管职位及履历	6
表 2: 2012-2021 年全球防晒市场 top10 品牌 (单位: %)	12
表 3: 2012-2021 年中国防晒市场 top10 品牌 (单位: %)	13
表 4: 公司主要产品生产技术情况	18
表 5: 公司主要产品生产技术情况	19
表 6: 公司主要产品功能及收入贡献情况等	20
表 7: 高认证铸就行业高准入门槛	21
表 8: 公司 2017-2019 年前五大客户情况	22
表 9: 公司 2017-2019 年与帝斯曼合作情况	22
表 10: 公司募集资金承诺项目情况	24
表 11: 出台多项化妆品新规, 强监管时代到来	25
表 12: 科思股份 2020-2024 年业绩	27
表 13: 科思股份与可比公司估值比较	28

1. 科思股份：防晒剂龙头、领先的合成香料生产商

1.1. 科思股份：稳扎稳打，二十年铸化学品原料龙头

稳扎稳打，二十年铸化学品原料龙头。公司成立于2000年4月，基于对国内化工行业发展的良好预期，周久京与杨东生共同出资设立南京碟界（后为科思股份），主要从事精细化学品的国内贸易。公司起步于合成香料领域，从对甲氧基苯乙酮产品开始逐步增加产品品类，形成了完善产品体系；2010年引入战略投资者，基于自产中间体优势，打开了防晒剂领域。经过20年的成长，公司形成了防晒剂等化妆品活性成分和合成香料为主的两大核心业务板块。二十年稳扎稳打，科思股份积累了领先的工艺技术、研发水平和产品品质，拥有众多优质客户资源。产品主销欧美地区，主要产品均占据了同类产品的较大市场份额，是化学品原料龙头。

图1：稳扎稳打，二十年铸化学品原料龙头

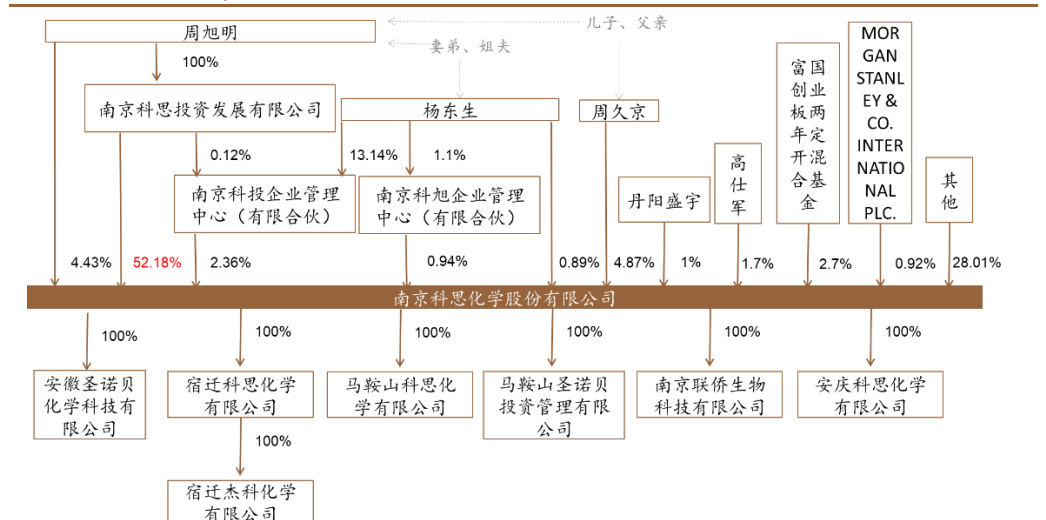


资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

1.2. 股权集中，高管深耕行业多年

股权集中，员工持股平台激励团队。周久京和周旭明为共同实际控制人，周旭明直接持股4.43%，通过南京科思投资间接持股52.18%，周久京直接持股4.87%，两人合计持股61.48%。

图2：股权结构集中，周久京和周旭明为共同实际控制人



资料来源：公司公告，爱企查，德邦研究所

注：截止至2022年3月31日

公司高管深耕化工行业多年，具有丰富化工材料经验。董事长周旭明曾就职于江苏省石油化学工业厅、台湾恒桥产业、恒桥化工、联侨生物，在化工行业具有丰富的从业经验及行业资源。总裁杨军曾就职于中国石化扬子石油化工，2003年加入公司。其他管理层均有丰富的相关工作经验。

表 1：公司在任高管职位及履历

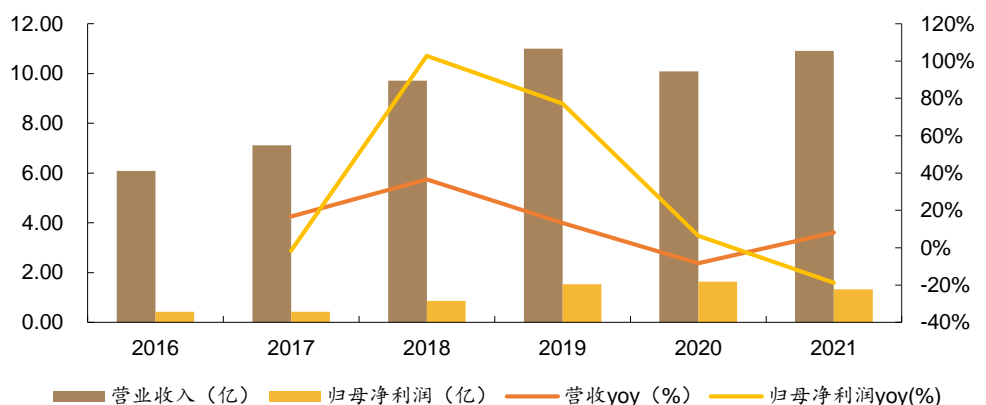
姓名	职位	详细介绍	加入时间/年/月
周旭明	董事长	高分子化工专业，曾就职于江苏省石油化学工业厅、台湾恒桥产业、南京恒桥公司任总经理；2000年9月至2017年7月就职于南京联侨生物科技有限公司任总经理、副董事长；2001年4月加入公司，2011年12月至今担任公司董事长。	01/04
杨军	董事、总裁	化学工程与工艺专业，曾就职于中国石化扬子石油化工有限公司，2003年8月加入公司，2012年7月至今任公司董事。	03/08
杨东生	董事、副总裁	园艺专业，2000年4月任公司监事，曾任职宿迁杰科、安徽圣诺贝，2017年10月至今任宿迁科思、宿迁杰科执行董事。	00/04
曹晓如	董事、董事会秘书	经济法学专业，曾就职于上海丹化，2014年10月加入公司，现任公司董事、董事会秘书，兼任南京科旭执行事务合伙人。	14/10
陶龙明	副总裁	高分子材料专业，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。	18/06
孟海斌	财务总监	会计学专业，曾就职于南京三隆包装有限公司、深圳市东冠包装印刷纸品有限公司，2018年6月至今，任公司财务总监。	18/06

资料来源：公司招股书，Choice 金融终端，公司公告，德邦研究所

1.3. 经营情况：短期受海外疫情扰动，长期不改龙头地位

短期经营业绩受海外疫情影响，长期呈现向上趋势，不改细分领域龙头地位。2018、2019年通过提价及开拓市场提振经营业绩，受益于原料价格下降带动归母净利润高速增长。2020年疫情冲击消费者出行频次，防晒护肤品需求下降，扰动公司经营业绩，2021年原材料及海运运费成本上涨扰动经营业绩，归母净利润同比略降。中长期角度随着疫情影响边际减弱，预计需求端将会持续恢复，公司凭借行业龙头地位经营业绩将逐步恢复。

图 3：疫情扰动经营业绩，长期不改科思细分领域龙头地位

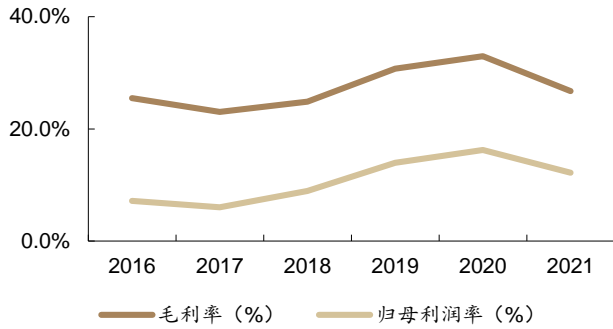


资料来源：公司公告，德邦研究所

17-20 年盈利能力呈现稳中有升趋势，21 年成本端扰动盈利能力。2018 年公司提高部分产品售价应对原材料价格上涨，同时毛利率高的 P-S 产品销售额大幅提升，提高了综合毛利率水平。2019 年公司持续提高售价，同时产能利用率进一步提升叠加成本费用管控取得成效，2020 年后毛利率水平超 32%，净利率超 16% 并且同比略有提升。2021 年毛利率为 26.76%/-6.22%pcts，主因原材料和海运运费价格大幅上涨，影响毛利率水平，公司在 21Q4 后陆续提价应对，整体处于价格上行阶段，预计后续盈利能力将环比恢复。公司加大研发投入，研发费率提

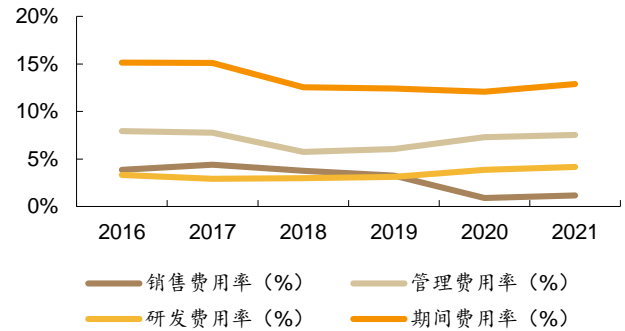
升至 4.16%/+0.30pcts，产能扩建后利用率较低，公司不再享受国家社保减免，综合影响净利率情况，21 年归母净利率为 12.18%/-4.02%pcts。

图 4：2021 年毛利率受到成本端扰动略有下降



资料来源：公司公告，德邦研究所

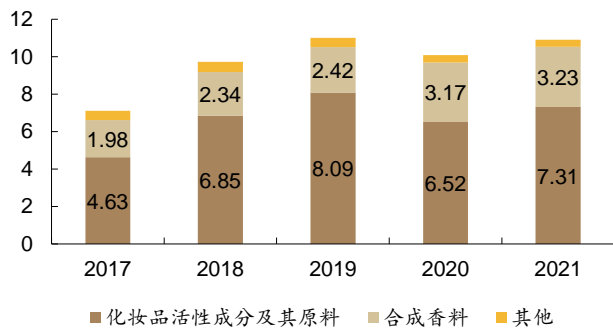
图 5：2016-2021 年费用率变化情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

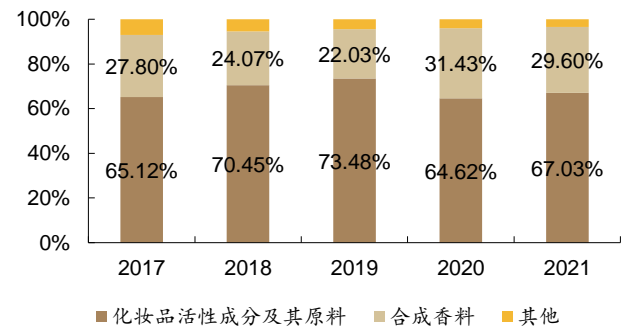
公司业务以化妆品活性成分及其原料和合成香料为主。公司化妆品活性成分及其原料板块收入占比最大，2019 年达到最高 73.48%，贡献 8.09 亿元。2020 年疫情影响下出游减少，收入占比下降为 64.62%，贡献 6.52 亿元。2017-2020 年毛利率不断上升，2020 年毛利率达 35.38%，21 年毛利率受到上游及海运涨价影响，同比略降。合成香料板块 2016-2019 年收入不断攀升，2020 年疫情期间下游洗涤、消杀等产品需求旺盛，板块收入占比攀升至 31.43%，实现 3.17 亿元 /yoy+30.74%，2021 年收入小幅增长 1.8% 至 3.23 亿；2016-2020 年毛利率不断上升，2020 年毛利率达 31.23%。

图 6：2017-2021 各业务收入构成情况 (单位：亿元)



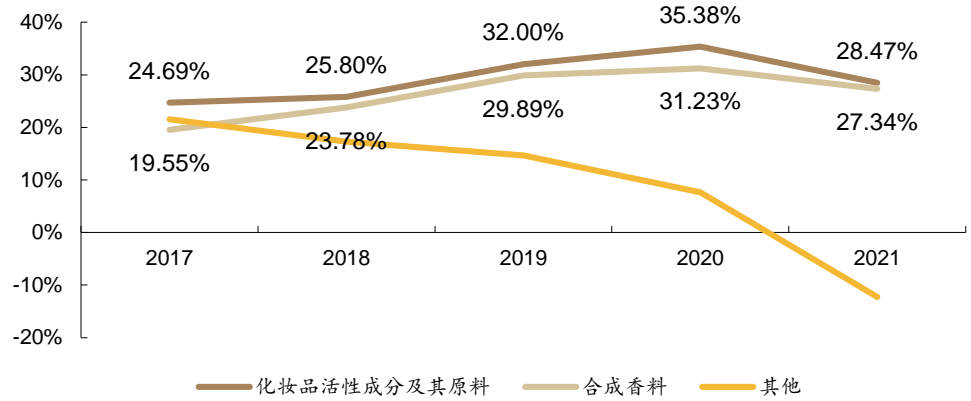
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：2017-2021 各业务营收贡献情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 8: 17-20 年毛利率稳中有升, 21 年成本扰动边际下降

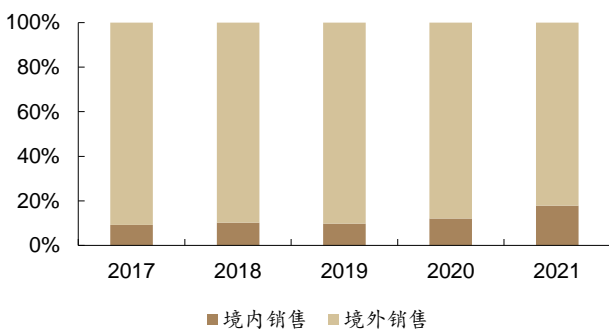


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司销售外销占比超过八成, 内销占比逐步提升。2017 年至今公司外销占比均超过 80%, 在全球最主要的化妆品和香料香精市场均有较大销售占比, 境外销售欧洲地区占比最大、其次是亚洲 (不含中国大陆)、美国。近年来, 受疫情和开拓国内市场两因素影响, 公司的内销占比逐步提升, 2021 年内销贡献达到 17.83%。

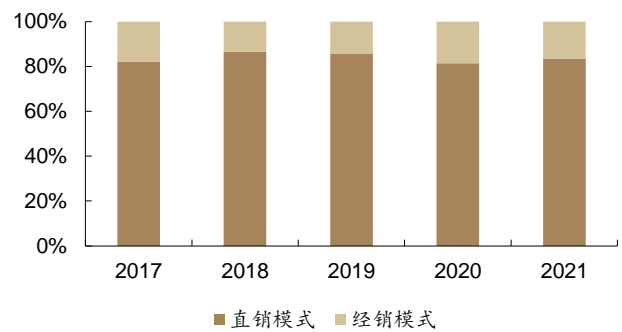
渠道模式: 采取直营为主, 经销为辅的销售策略。公司直销面向一定规模的大中型终端客户, 采取订单或年度框架协议加订单的方式建立合作, 收入贡献稳定在 80%-85% 区间中; 经销则是面对地域相对集中, 单一客户需求量较小客户群, 采取买断式经销方式。

图 9: 外销为主导, 内销占比逐渐提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 10: 销售模式: 直营为主, 经销为辅



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 防晒需求精细化，合成香料应用多元

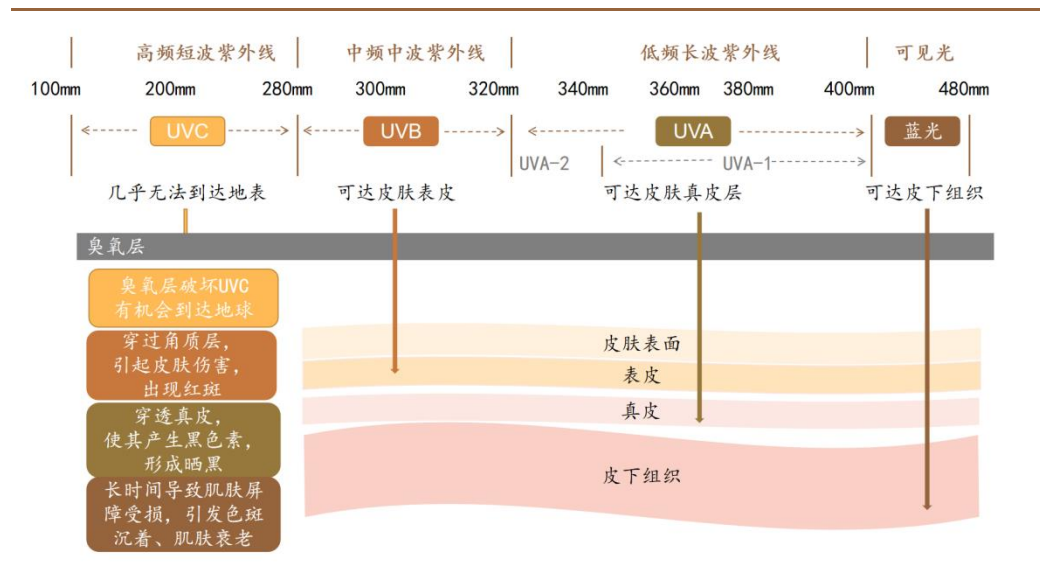
2.1. 防晒领域：防晒需求升级，注重防晒剂成分安全性

公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，下游行业为化妆品行业中重要的细分市场防晒化妆品行业。疫情扰动终端消费需求，随着海外防疫政策边际宽松叠加国内疫情控制得当，防晒化妆品行业增长带动上游防晒剂需求快速增长，同时，未来需求细分化+产品多样化将推动市场持续增长。

2.1.1. 科普：防晒成为护肤关键步骤，防晒剂形式、功能多样化

紫外线会导致皮肤晒伤、老化，防晒成为护肤关键步骤。紫外线分为短波紫外线（UVC）、中波紫外线（UVB）和长波紫外线（UVA），地球表面紫外线由90%以上UVA和小于10%UVB构成。UVA20%-30%的辐射可以直达肌肤真皮层，破坏弹性纤维和胶原蛋白纤维，将皮肤晒黑；过量照射UVB会让皮肤晒黑、老化、引起红肿脱皮。蓝光是能量最强的可见光，会降低细胞的抗氧化能力，导致光老化，随着电子产品的普及，抗蓝光也成为防晒需求。

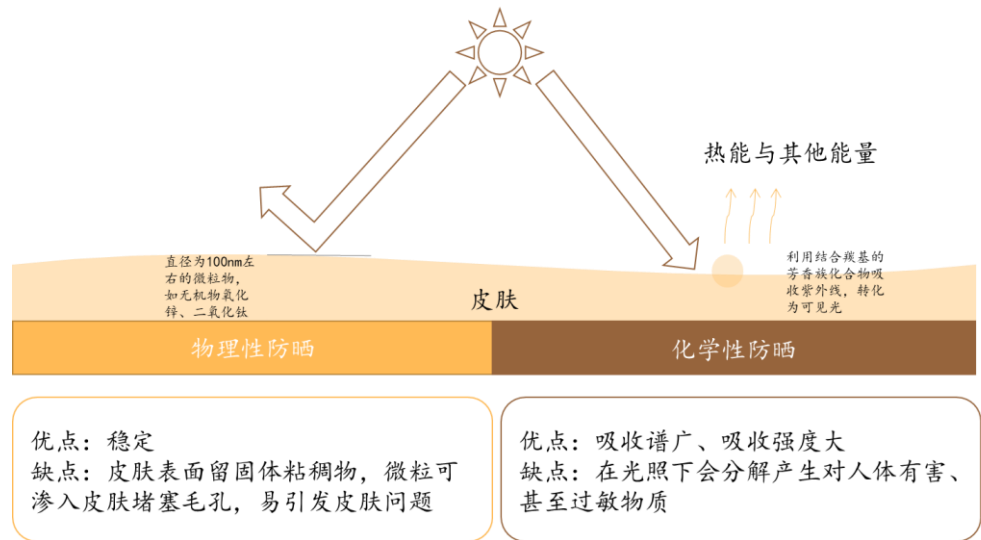
图 11：防晒对象的类型与威胁



资料来源：CBNData，德邦研究所

化妆品原料包括基质原料和化妆品添加剂。后者除了一般添加剂外，还需要加活性成分来实现防晒、保湿、美白、控油等功能。其中，防晒剂是添加剂中实现防晒功能的核心活性成分。从机理角度划分，分为物理防晒剂、化学防晒剂和生物防晒剂。物理防晒剂作用原理是折射、散射紫外线，主要是二氧化钛、氧化锌等无机粒子。化学防晒剂则是将紫外线吸收后再以较低能量形态释放，避免紫外线直接损伤。生物防晒剂主要是起间接防晒效果。市面上防晒剂通常是物理防晒/化学防晒+生物防晒。

图 12: 防晒原理: 散射剂和吸收剂



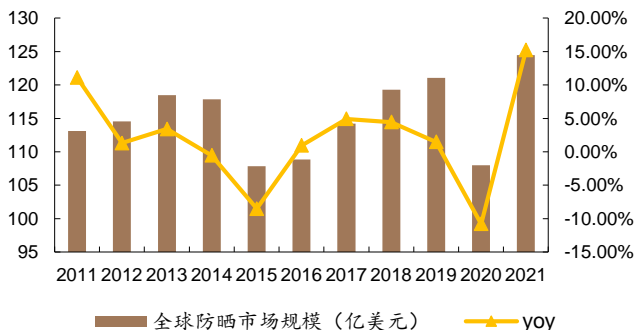
资料来源: 搜狐新闻、德邦研究所

2.1.2. 空间: 国内防晒市场高增长, 需求细分+产品多样构成驱动力

市场规模: 全球防晒市场成熟、规模基本稳定; 中国呈现高速增长态势, 短期扰动有限。2011-2020 年全球防晒市场规模稳定在 100-125 亿美元区间, 市场较为成熟、整体增速有限, 2020 年疫情扰动居民出行, 户外防晒需求下降, 全球防晒市场规模同比下降至 108 亿元, 2021 年恢复性增长。反观国内市场, 2011-2021 年防晒市场规模 CAGR 为 10.4%, 与我国化妆品市场增速基本保持一致, 而 2020 年市场增速下降至 6.6%, 疫情下持续正增长保持行业韧性, 21 年增长至 167 亿元/yoy+15.8%。

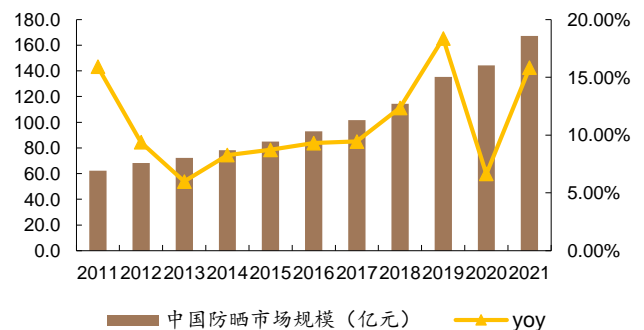
我们认为国内市场高速增长背后核心来自于防晒意识觉醒及防晒习惯养成, 多个海外品牌打造防晒爆品, 同时 2021 年薇诺娜的防晒家族 (敏感肌专属防晒) 销售表现亮眼, 多款防晒产品共同做深市场。

图 13: 全球防晒化妆品市场较为成熟、规模稳定



资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

图 14: 中国防晒需求稳健增长, 2011-2021 CAGR 超 10%

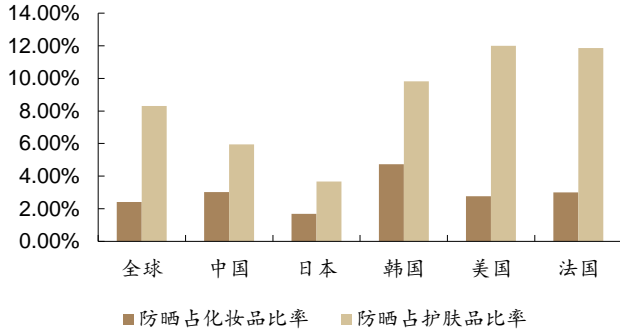


资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

渗透率及人均消费对比, 我国较海外成熟国家差异较大, 防晒意识促进未来空间提升。中国消费者防晒意识正快速觉醒, 2019-2021 年消费者对于防晒品类

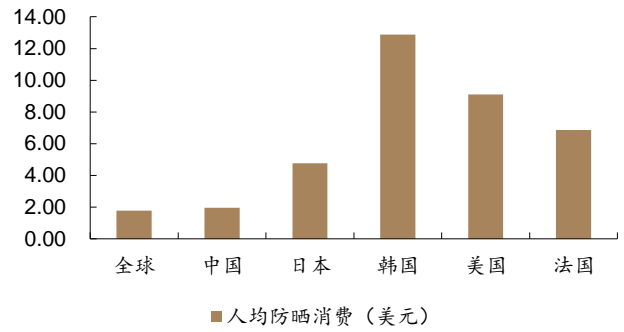
的搜索量上升了7倍，但与欧美国家相比仍有差距，2021年防晒在护肤品领域中渗透率为5.95%，低于全球的8.31%，及韩国、美国、法国的9.83%、12.01%、11.86%，2021年人均消费金额为1.95美元，略高于全球的1.77美元，远低于日本、韩国、美国、法国等国家，未来需求细分化+产品多样化等因素将驱动防晒渗透率及人均消费提升。防晒消费频次、件数、客单价低于基础类护肤产品，具备提升潜力。

图 15：2021 年渗透率对比：国内低于全球



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

图 16：2021 年人均消费对比：国内超过全球但低于成熟国家



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

随着抗光老意识提升，消费者追求多场景适用+多效合一+多重形态防晒产品。1) 多场景适用：电子产品的普及催生“抗蓝光”需求、城市污染的加重吸引“抗污染”关注、疫情时代下口罩日常化带来“耐摩擦”需求。2) 多效合一：养肤型防晒产品愈加受到消费者青睐，多类别产品满足不同肤质偏好，快节奏“都市一族”偏爱防晒+隔离/贴妆/提亮等美妆型防晒产品。消费者需求细分化成未来趋势。3) 产品形态细化：除了常见的防晒乳及喷雾外，其他化妆品开始注重防晒功能，包括唇膏、眼霜、面霜，例如：高姿推出小黄帽防晒喷雾、馥蕾诗等品牌推出防晒棒、怡思丁等推出妆后补妆防晒刷，产品颗粒度进一步细化。

图 17：需求细分化：多场景适用



资料来源：CBNData，凯度消费者指数，德邦研究所

图 18：需求细分化：多效合一

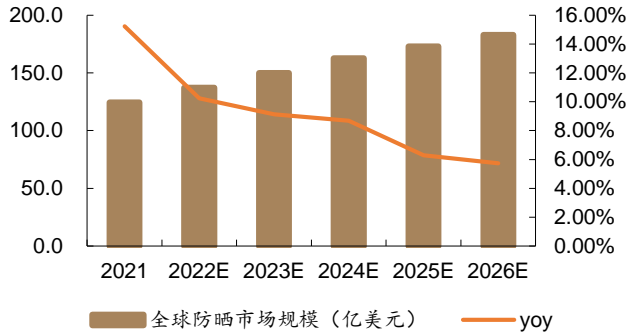


资料来源：CBNData，德邦研究所

预计国内防晒市场未来五年复合增速近10%，2026年规模超250亿。根据欧睿咨询数据，预计2021-2026年全球防晒市场CAGR为8.0%，中国市场预计为9.6%且2026年市场规模将增至264亿。我们认为未来增长主要来自几大方面：(1) 存量恢复-出游需求带动：2020年疫情扰动出行市场，防晒市场增速同比回落明显，考虑国内疫情基本控制得当叠加海外防疫政策宽松，预计或有恢复性出

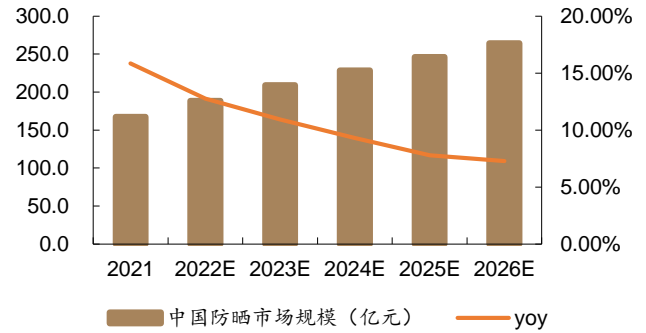
游带动消费需求；(2) 增量提升-抗光老意识贡献：除了室外防晒外，对于室内防晒及阴天防晒意识提升，抗光老意识提升，同时供给端逐渐丰富，例如多场景适用、多效合一、多重形态的防晒产品，成分博主对防晒教育以及医美术后防晒维护需求，未来防晒意识将明显提升，促进市场增长。

图 19：2021-2026 年全球防晒市场规模



资料来源：欧睿数据，德邦研究所

图 20：2021-2026 年中国防晒市场规模



资料来源：欧睿数据，德邦研究所

2.1.3. 格局：竞争格局尚未稳定，国货大有可为，薇诺娜、珀莱雅国货领先

竞争格局-纵向对比：全球和中国市占率均呈现提升趋势，国内仍有集中空间。全球 CR10 从 2012 年的 25.8% 提升至 2021 年的 33.0%，中国从 33.9% 提升至 46.8%，市场集中度提升明显，中小品牌在市场中出清较为明显。国内市场方面，考虑功效新规要求下，防晒产品需要获得特征，成本提升挤压中小品牌利润空间进而倒逼市场出清，预计未来市占率仍有边际提升空间。

竞争格局-横向对比：全球 CR10 集中度不及中国，全球以欧美系占据主导，中国以日系防晒为主流。全球市场中品牌众多，以欧莱雅、拜尔斯道夫集团旗下品牌占据主导地位，前十名品牌中占据五席；而中国以日本品牌为主导，囊括前三名的安热沙、曼秀雷敦、花王碧柔。日系、韩系、欧美系防晒产品特征不同，对应不同需求的防晒，日系产品更注重防晒黑效果、皮肤负担小，而欧美消费者具有美黑习惯、产品具备更强的防晒伤能力，日系占据国内主流市场，未来国货或占有一席之地。

表 2：2012-2021 年全球防晒市场 top10 品牌 (单位：%)

品牌	公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	12-21 年变动
妮维雅	拜尔斯道夫	9.3	9.3	9.2	8.3	8.1	8.1	8.1	8.0	7.4	7.4	-1.9
Banana Boat	伊洁维	-	-	-	3.8	3.9	3.8	3.6	3.4	3.5	3.6	-0.2
露得清	强生集团	2.3	2.5	2.8	3.2	3.4	3.6	3.6	3.7	3.7	3.5	1.2
卡尼尔	欧莱雅集团	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	3.5	3.5	-0.7
理肤泉	欧莱雅集团	2.3	2.5	2.5	2.5	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3	1.0
安热沙	资生堂	2.4	2.4	2.4	2.8	3.1	3.2	3.5	3.5	3.1	3.2	0.8
水宝宝	拜尔斯道夫	-	-	-	-	-	-	-	2.8	2.7	2.7	-0.1
巴黎欧莱雅	欧莱雅集团	2.6	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2	2.0	2.0	2.1	2.0	-0.6
曼秀雷敦	乐敦	1.2	1.2	1.3	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	0.7
花王碧柔	花王集团	1.5	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	1.9	0.4
CR10		25.8	26.4	26.7	30.6	31.1	31.6	31.9	34.5	33.4	33.0	7.2

资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

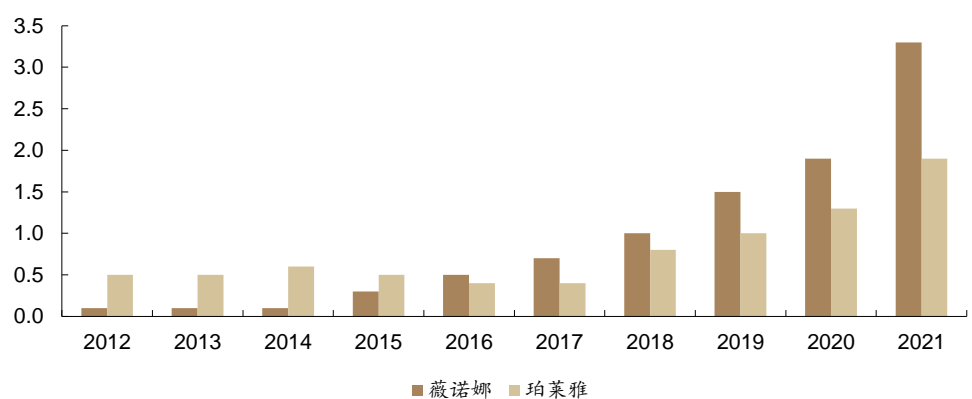
表 3: 2012-2021 年中国防晒市场 top10 品牌 (单位: %)

品牌	公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	12-21 年变动
安热沙	资生堂集团	9.2	9.4	9.7	10.0	10.5	11.0	11.3	11.1	9.6	9.9	0.7
曼秀雷敦	乐敦	8.1	8.6	9.1	9.9	10.1	10.3	10.4	9.9	8.2	8.1	0.0
花王碧柔	花王集团	3.1	7.7	8.1	8.3	8.3	8.2	7.7	6.9	5.8	4.5	1.4
蜜丝婷	贝特维	-	-	-	-	0.2	0.6	0.9	1.9	3.2	4.4	4.2
资生堂	资生堂集团	2.5	2.3	2.2	2.3	2.5	2.8	3.1	3.4	3.5	3.9	1.4
巴黎欧莱雅	欧莱雅集团	4.0	4.2	4.2	4.2	4.0	3.9	3.8	3.5	3.8	3.6	-0.4
薇诺娜	贝泰妮集团	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7	1.0	1.5	1.9	3.3	3.2
美肤宝	环亚集团	5.8	6.0	6.1	6.1	6.0	5.5	4.7	3.8	3.7	3.2	-2.6
怡思丁	怡思丁	-	-	-	0.7	1.0	1.6	2.7	5.2	4.0	3.0	2.3
兰蔻	欧莱雅集团	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.7	2.1	2.7	2.9	1.8
CR10		33.9	39.5	40.7	43.0	44.3	46.0	47.3	49.3	46.4	46.8	12.9

资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

未来走向何方? 格局尚未稳定, 国货大有可为。全球防晒市场中 top1 的妮维雅虽市占率超第二名近一倍, 但市占率边际下降; 国内市场安热沙市占率略有波动, 且与第二名曼秀雷敦差异不大, 同时源自泰国品牌蜜丝婷近几年迅速发展, 国内格局尚未稳固。国货品牌在防晒领域逐步发力, 表现为薇诺娜、珀莱雅的市占率逐年提升, 2021 年分列第 7 名、第 14 名: (1) 薇诺娜: 差异化定位敏感肌专属防晒, 清透防晒乳成为 TOP2 大单品, 推出水感防晒乳、防晒喷雾及防晒霜等产品打造防晒系列, 成为继舒敏系列后又一主力, 2022 年官宣张钧甯为防晒品类代言人, 持续推动防晒产品高增长; (2) 珀莱雅: 在帆船防晒的基础上升级为 2.0 版本, 2021 年同样表现不俗; **精准定位+产品矩阵丰富+集团背书+营销支持, 预计薇诺娜、珀莱雅两大品牌在防晒领域将更上一步台阶。**

图 21: 薇诺娜、珀莱雅的市占率逐年提升, 2021 年分列第 7 名、第 14 名 (单位: %)

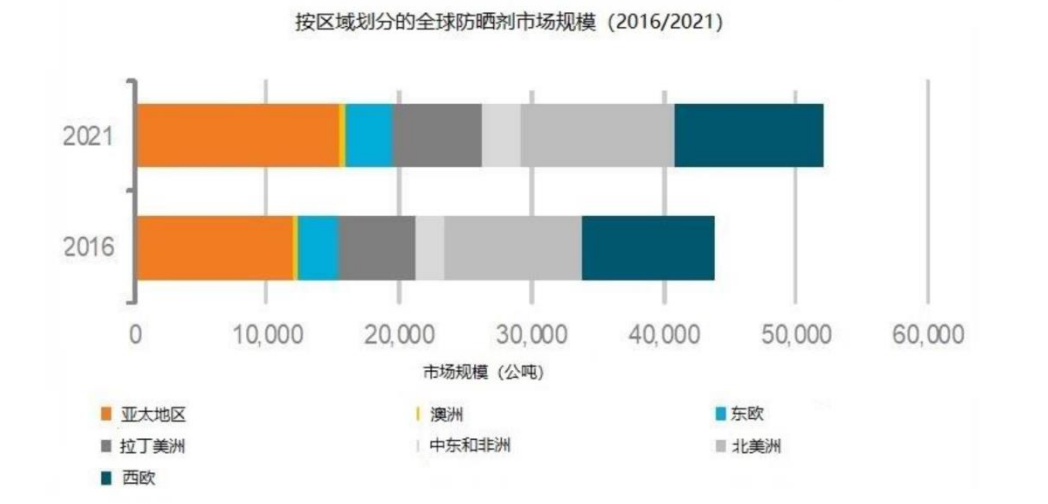


资料来源: 欧睿咨询, 德邦研究所

2.1.4 上游防晒剂：受益于防晒市场增长，行业集中度高

防晒需求推动上游防晒剂市场增长，亚太地区贡献核心增量。据欧睿数据预计，全球防晒剂消耗量由2016年的4.4万吨增至2021年的5.2万吨，年化复合增速仅4%，而全球防晒市场规模稳定在100-120亿美元区间内，防晒产业链增速有限、市场已较为成熟。而分结构来看，亚太地区增速远超过其他区域，成为防晒剂消费力增长的核心驱动力，与亚太地区防晒护肤市场规模增速基本匹配，上下游高度相关。欧睿咨询数据预计21-26年全球防晒市场增速为8.0%，疫情后存量需求复苏+新产品需求提升带动，预计将带动防晒剂市场小幅增长。

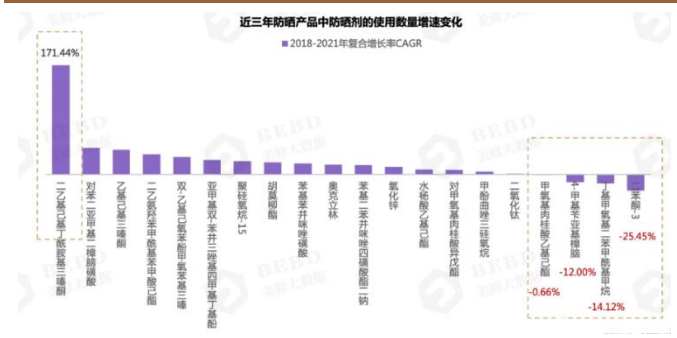
图 22：全球防晒剂市场规模增速较低，亚太地区贡献核心增量



资料来源：欧睿咨询，德邦研究所

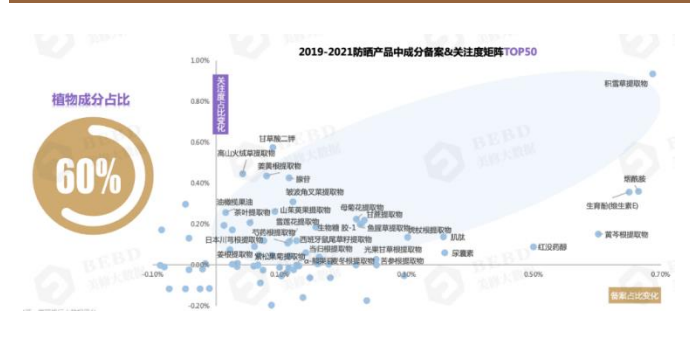
防晒剂升级迭代趋势明显，更凸显安全性。根据美丽修行数据显示，2018-21年防晒产品中二乙基己基丁酰胺基三嗪酮使用数量年均复合增速达171.44%，而4-甲基苄亚基樟脑、二苯酮-3使用次数下滑明显，因安全风险较高而逐步被头部产品抛弃。此外，消费群体注重防晒成分的环境友好性。风险成分如氧苯酮、甲氧基肉桂酸辛酯因对海洋环境造成污染破坏而被放弃使用，产品中增加植物复配成分，增加安全性。

图 23：近三年防晒剂升级迭代趋势明显



资料来源：美丽修行大数据，德邦研究所

图 24：防晒剂中添加复配成分，增强协同效应

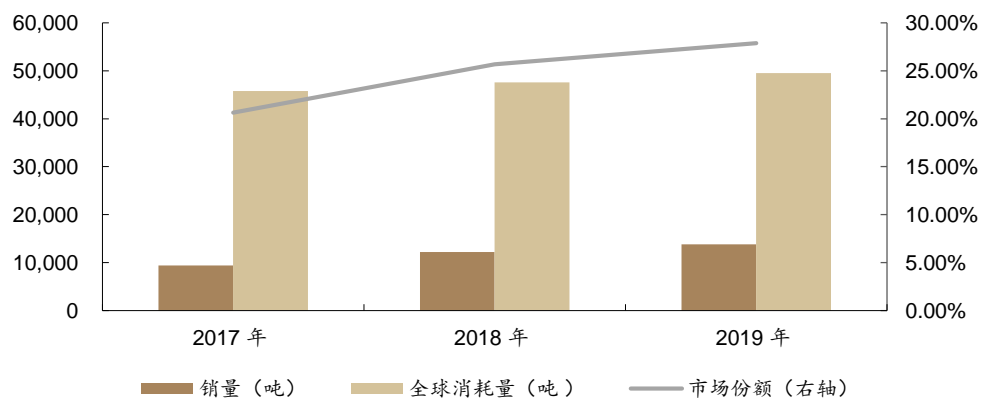


资料来源：美丽修行大数据，德邦研究所

竞争对手比较：国内化工公司逐渐崛起。防晒剂市场过去由巴斯夫、德之馨、帝斯曼等跨国化工公司所占据，而随着我国化工行业发展及化妆品行业发展，国内相关化工公司快速崛起，逐渐进入国际化妆品原料控制体系，质量优异且具有成本优势，可较好控制化妆品品牌公司的采购成本，精细化工产业向发展中国家尤其是中国转移趋势明显。

科思股份市场领先且份额不断提升。国内以科思股份为代表的少数优势企业也凭借长期研发积累和市场培育，国际认可不断攀升，获得可观市场份额，市占率由 2017 年的 20.65% 提升至 2019 年的 27.88%。随着下游行业集中度提高以及消费者需求多元化，服务于知名消费品牌企业的上游优势企业，能够通过技术优势和规模成本优势，满足下游市场需求的的同时不断提升市场份额。

图 25：2017-2019 年科思股份市场领先且份额不断提升



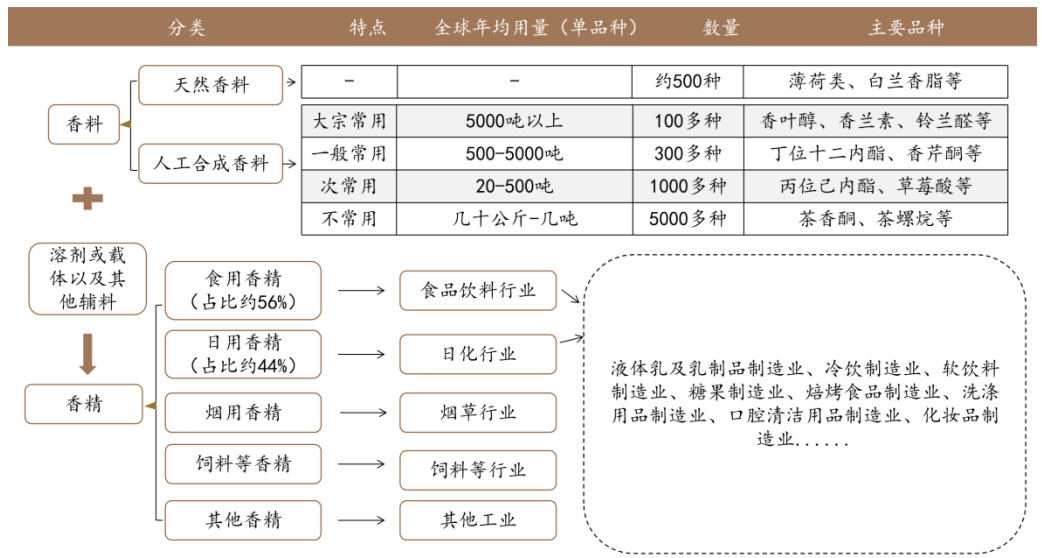
资料来源：招股说明书，德邦研究所

2.2. 合成香料领域：应用广泛，我国处于发展初期阶段

2.2.1. 香料市场领域应用广泛，终端市场主要用于食用、日用领域

香精香料应用广泛，终端市场主要用于食用、日用领域。香料是具备香味的物质，香精是由多种香料和相应辅料调配而成。香料香精产品并非直接消费品，而是作为原料添加于其他产品。尽管添加量只有 0.3-3%，它广泛应用于日化、医药、饲料、化妆品、纺织和皮革等各行各业，其中，食用占约 56%，日用占约 44%。香料产品香气影响售向终端市场产品的品质，香气重点在于香料提取合成技术、香精混合技术。

图 26: 香精香料应用广泛, 终端市场主要用于食用、日用

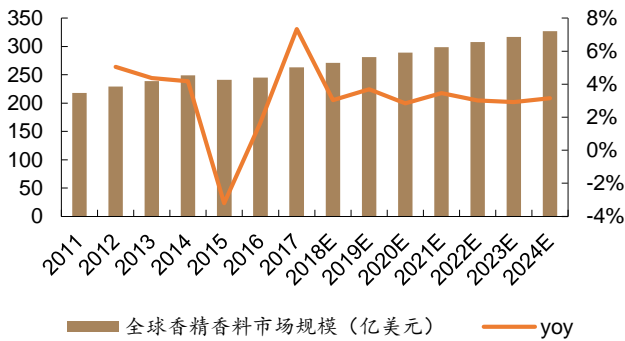


资料来源: IAL Consultants, 国发创投, 德邦研究所

2.2.2. 市场空间: 国内外香精香料市场均持续增长, 国内提升空间大

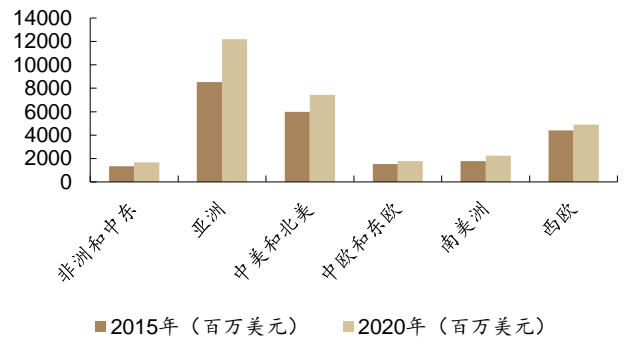
全球香精香料市场持续增长, 亚洲成潜力市场。根据 IAL Consultants, 2017 年全球香精香料市场规模达到 263 亿美元, 预估 2024 年达 327 亿美元, 17-24 年 CAGR 达 3.16%。欧洲及美国市场发展相对成熟, 亚洲地区是全球香精香料消耗量最大且增速最快的地区。

图 27: 全球香精香料市场规模



资料来源: Leffingwell&Associates, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

图 28: 按区域划分的全球香精香料市场消耗量

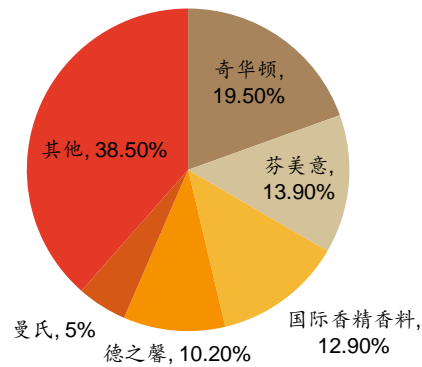


资料来源: IAL Consultants, 德邦研究所

全球香精香料市场集中, 四大巨头位于欧美发达国家, 历史悠久, 研发实力雄厚。2017 年 CR5 达 61.5%, 瑞士奇华顿、瑞士芬美意、美国国际香精香料、德国德之馨占据前四位, 其中, 奇华顿的市占率达约 20%。四大巨头成立时间距今最晚已有 100 多年历史, 分支机构遍布全球。

图 29：2017 年香精香料市场全球份额市占率排名

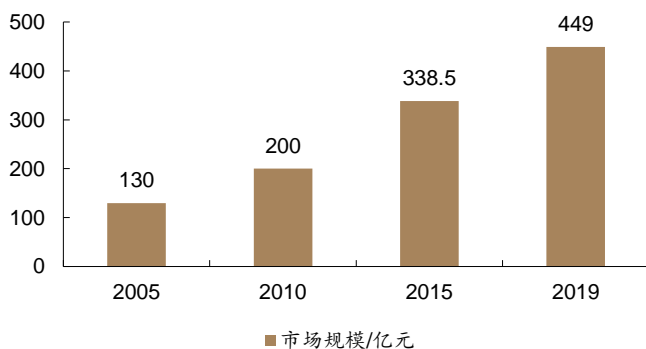
2017 年全球香精香料企业市占率



资料来源：招股说明书，德邦研究所

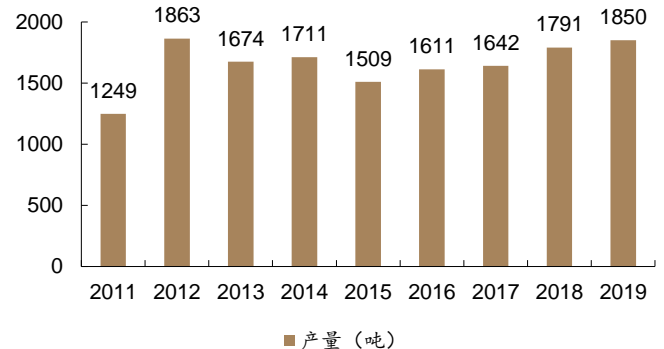
消费升级，中国香精香料市场快速增长。随着居民生活水平的提高、消费结构的升级，在健康、营养、卫生之外，消费者也追求口味的时尚与新颖。因此，市场需求促进香精香料市场规模的快速增长，2019 年达到 449 亿元，2005-2019 年 CAGR 为 9.26%。

图 30：2005-2019 年中国香精香料市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 31：2011-2019 年中国香精香料产量



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

中国香精香料行业仍处于发展阶段，格局分散，竞争力落后。全球来看，奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏等公司垄断高端市场，2016 年以来合计销售额占全球比重超过 50%，考虑香精香料行业高壁垒，预计未来的市场格局将趋于稳定。国内市场来看，我国香料香精行业起步较晚，竞争格局分散，以中小企业为主在中低端市场竞争，而国内中高端产品市场中，内资企业占比较低，大量份额被外资企业所占领，根据中国报告网 2019 年 7 月发布的报告显示，我国共有香精香料企业超 1000 家，而年销售额亿元以上企业仅 30 余家，占比较低。国内发展与国际差距大，存在以下问题：1) 种类少。世界上已知的合成香料有 7000 多种，我国由于研发不足，仅生产 1000 多种。2) 研发能力不足。现阶段国内多主打“仿制型”的香料产品研究模式，创新能力不足，难以与国际企业竞争。

3. 技术积累+产品矩阵丰富+合作客户构筑核心竞争力

3.1. 二十余年累积百项核心技术工艺，募投持续巩固研发实力

行业综合技术要求较高，并直接影响生产效率。香料香精的制备过程涉及到天然香料的萃取技术、合成香料的制备路径和生产工艺，而技术的核心竞争力体现在化学反应过程、核心催化剂的选择及过程控制上，使用不同的技术会直接影响到生产效益及产品质量，同时，精细化工需要多学科、多行业技术共同开发新产品，综合要求较高。

科思股份百项核心技术加持，研发实力雄厚。公司实行“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。公司自主研发多项特色生产工艺，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/酰基化反应技术等，多方面构成公司技术优势。

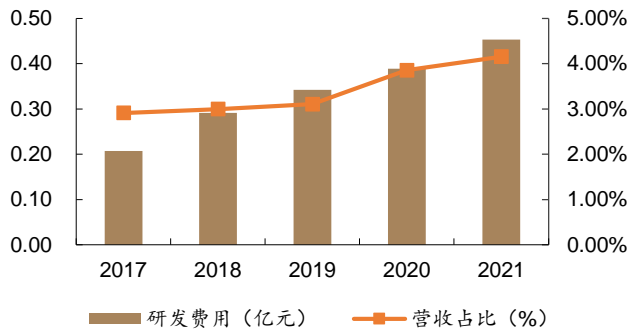
表 4：公司主要产品生产技术情况

技术名称	原理	公司优势
高选择性加氢技术	催化剂的作用下氢气与其它化合物反应获得产品	公司不仅能实现碳碳双键、醛、酮、氨基、硝基等的选择性加氢，还能选择性实现芳香环、羧酸类、羧酸酯类的加氢以及还原胺化反应，尤其擅长共轭双键的选择性加氢以及立体异构选择性加氢。研发部门成立催化剂研发小组，专注于加氢反应的催化剂筛选及加氢应用工艺的优化，在生产产品及小试研发取得了良好的成效，降低产品单耗且提升产品品质
绿色氧化反应技术	狭义上是指氧气直接与物质化合的化学反应，广义上指反应底物失去电子形成新化合物的反应	在合成香料和防晒剂生产中已全部使用氧气或空气作为氧化剂的绿色氧化工艺技术，内部成立氧化工艺开发小组，促进公司的持续性发展
Friedel-Crafts 烷基化反应技术	指芳烃与烷基化试剂如氯代烃、醇、烯烃等在 Lewis 酸催化下发生烷基化反应，得到芳香烷烃	传统的催化剂活性高但择性较差，副反应生成含量较高的多取代混合物和副产物，后续纯化存在困难。公司开发的技术工艺，产物对叔丁基甲苯的选择性超 99%，收率超 98%，具有催化剂用量小、效率高、选择性高，产生三废少
Friedel-Crafts 酰基化反应技术	指芳烃与酰基化试剂如酰卤、酸酐、烯酮等在 Lewis 酸催化下发生酰基化反应，得到芳香酮	公司通过工艺调整和优化，大幅度减少了三氯化铝的用量且大幅提升了原料转化率和产品选择性，降低三废量，实现了产品和副产的联产，实现了产品线的延伸，降低制造成本
亚甲基缩合反应技术	活化亚甲基化合物在碱或酸的催化下与另一分子发生亲核反应获得分子间缩合产物的一类反应	克莱森缩合技术优化大生产工艺和操作模式，提高了产品品质和产品收率，降低三废处理成本；羟醛缩合技术提高原料的转化率、抑制副反应，降低了异构体含量，提高了铃兰醛品质
醚化反应技术	通过分子间反应形成醚键的一类缩合反应	通过筛选不同醚化试剂和催化剂组合，几乎实现了定量醚化；卤代芳烃直接醚化研究已具有中试意义，催化剂实现了多次套用活性保持不变
酯化反应技术	指醇和羧酸反应合成羧酸酯的反应	通过筛选不同的布朗酸结合副产脱除工艺，实现了接近定量转化合成对叔丁基苯甲酸甲酯的生产工艺；重视固体酸催化的酯化反应研究；开发了多种固体酸催化剂，已具有规模中试意义
MPV 化学还原技术	醛和酮等羰基化合物为异丙醇铝还原为相应的醇，同时将异丙醇氧化为丙酮的一类化学还原反应	生产香料合成茴脑的中间体的过程中，采用 MPV 还原技术，提高了反应的转化率和醇的选择性
纳米研磨技术		防晒剂 P-M 采用纳米研磨技术，使得物料的尺寸可以长期稳定在纳米级别，完全满足高端防晒剂产品市场的需求

资料来源：招股说明书，德邦研究所

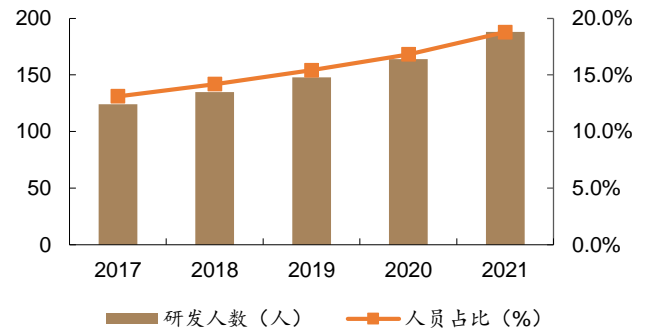
研发投入持续升高，新工艺开发初落地。公司研发投入占营业收入比例从 2017 年 2.91% 上升至 2021 年 4.16%，研发技术团队也不断添员，研发人员数量从 2017 年 124 人，占比 13.12% 上升至 2021 年 188 人，占比 18.78%。2021 年新增专利申请 14 项，获得专利授权 23 项，开展市场导向的新产品、新工艺开发。

图 32: 公司研发投入持续升高



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 33: 公司研发技术团队不断添员



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

持续研发投入, 研发能力持续夯实。公司通过 IPO 募资投入 6160 万元建设研发中心, 研发包括防晒剂 PA 及 NT-15TV 项目, 增加新型防晒剂品类、以巩固行业地位, 开拓物理防晒剂产品、实现防晒剂全领域覆盖; 合成香料方面包括麝香、覆盆子酮、新铃兰醇、牛奶内酯、白花醇、香芹酮等产品, 同时强调催化剂的筛选与改性及原材料来源; 增加个人护理品原料品类, 如增稠剂项目、氨基酸表面活性剂项目, 研发能力持续夯实。

表 5: 公司主要产品生产技术情况

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	增加物理防晒剂防晒剂全领域产品覆盖
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	增加扩大营业规模个人护理品原料品类
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	增加扩大营业规模个人护理品原料品类

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.2. 丰富产品矩阵满足客户需求, 塑造国际强竞争力

公司是最主要的化学防晒剂制造商之一, 完整产品线满足客户需求。公司覆盖市场上主要化学防晒剂品类, 涵盖 UVA、UVB 所有波段, 占据整体市场份额 30%, 2017-21H1 营收占比均超 60%, 为公司核心产品。产品主要包括三类: 1) 传统防晒剂: 如阿伏苯宗 (AVB)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS) 等, 可覆盖 UVA 和 UVB 不同波段的紫外线, 同时部分防晒剂具有不溶于水、安全性高的独特性质, 其中阿伏苯宗为营收核心贡献; 2) 新型防晒剂: 如奥克林林 (OCT)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S), 可同时吸收 UVA 和 UVB, 达到较好的防晒系数, 营收贡献提升; 3) 美白类化妆品活性成分, 如维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)。

公司也是铃兰醛 (LLY)、2-萘乙酮、合成茴脑 (AT) 等合成香料的主要生产商, 其中铃兰醛占合成香料的销售占比最大, 公司是全球少有的铃兰醛规模制

造商中一家，其他两家是巴斯夫、克拉玛。

表 6：公司主要产品功能及收入贡献情况等

产品类型	主要产品名称	主要功能及用途	销售收入(万)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	主要客户
化妆品活性成分	阿伏苯宗 (AVB)	化学防晒剂，广谱紫外线吸收剂，UVA320~400nm 波段，吸收率高、无毒、无致畸，对光和热的稳定性好等优点，适用于浅色透明制品	18,807	17.26%	36.60%	主要客户帝斯曼、拜尔斯道夫、亚什兰、德之馨、欧莱雅、强生等用于生产各类防晒配方产品及防晒护理品；Sun Cel 用于经销。
	奥克立林 (OCT)	新型防晒成分，达到较高的 SPF 防晒系数，同时吸收 UVA 和 UVB	10,577	9.71%	25.42%	
	对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	最广泛应用的紫外线 UVB 防晒剂，防止 UVB290~320nm，防晒红、晒伤、晒黑	15,084	13.85%	26.63%	
	原膜散酯 (HMS)	不溶于水，可吸收 UVB295~315nm 紫外线	14,149	12.99%	35.65%	
	水杨酸异辛酯 (OS)	吸收 UVB 280~320 波段，吸收能力较小但较安全、毒性较小、便宜	8,130	7.46%	36.52%	
	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	新型广谱紫外线吸收剂，能同时吸收 UVA 和 UVB，具有脂溶性和较高的光稳定性	8,859	8.13%	29.66%	
	其他	对甲氧基苯乙酮 (MAP)、对叔丁基苯甲酸甲酯 (MBB)、维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)	5,246	4.82%	31.32%	
	合计		80,852	74.22%	32.00%	
合成香料	铃兰醛 (LLY)	广泛应用于日化香精，具有铃兰花香香味，幽雅柔和、留香时间长	9,765	8.96%	40.87%	主要客户芬美意、奇华顿、德之馨、IFF、高露洁等用于生产各类香精产品；上海禾稼贸易有限公司用于经销
	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，可生产部分防晒剂	4,124	3.79%	10.50%	
	合成茴脑 (AT)	具茴香的特殊香气，广泛用于香精、香料、医药及食品	6,911	6.34%	16.80%	
	其他	对叔丁基苯甲醛 (TBB)、2-萘乙酮 (β-U80)、对甲基苯乙酮 (TAP)	3,447	3.16%	48.22%	
	合计		24,246	22.26%	29.89%	
其他产品	对叔丁基苯甲酸 (BBA)	具有芳香酸的特征气味，可用作塑料添加剂、生产对叔丁基苯甲酸甲酯	2,316	2.13%	29.57%	拜耳用于生产农药产品；扶桑化学主要用于经销
	其他	2,4,6-三甲苯基乙酰氯	1,522	1.40%	20.79%	
	合计		3,839	3.52%	26.09%	

资料来源：招股说明书，德邦研究所
 注：显示 2019 年销售收入及占比情况

积极储备新型防晒剂 P-S、EHT、PA 等，冲击防晒剂行业新增长点。全球防晒市场增速仅有个位数，传统防晒产品已难以实现两位数增长。防晒剂行业的发展机会落在新型防晒剂，该类产品增长数量较小，但价值高，主要应用于高端防晒品牌。公司在新型防晒剂上储备有双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 P-S、辛基三嗪酮 EHT 和二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 PA。

1) 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，同时具有强紫外线吸收性和高耐热性。P-S 通常被认为是阿伏苯宗的替代品。2018-2020 年但产品在公司的营业规模增长速度快。但目前仍未被美国 FDA 批准，公司表示相关工作正在推进。

2) EHT 是近年来发展起来的新型广谱防晒剂，是 UVB 防护力表现最顶尖的防晒成分。它具有很高的紫外线吸收效率，可吸收 UVB 段和 UVA 段紫外线。该成分具有较高光稳定性，可防止 UVB 诱导的免疫抑制作用。成分分子量较大且耐水性强，皮肤安全性和亲和力表现优异。

3) 除了阿伏苯宗之外，二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（简称：PA）是另

一种紫外线 UVA 防晒剂。相比阿伏苯宗，PA 在配方体系中的稳定性更好，可显著提高防晒产品的 SPF 值和 PA 值，且配方简单，肤感好。PA 和二氧化钛、氧化锌等都可以很好结合，起到协同增效作用。截止至 2021 年 10 月，PA 市场规模为 1,000 吨，国内市场的增长率高，2022-2024 年公司产能逐步释放，在市场自然增长的基础上，预计 PA 市场占有率达到 30%-40%。

3.3. 资质齐全，绑定多重国际知名大客户

国际法规对防晒剂的高要求、高认证铸就行业高准入门槛。2007 年欧盟正式实施化学品监管法规《化学品注册、评估、许可和限制》(REACH)，要求进入欧洲市场的任何化学品都必须根据该法规进行注册；美国食品药品监督管理局 (FDA) 负责确保美国在售化妆品的安全，被 FDA 认定为化妆品按照非处方药监管的活性成分还需要面对 FDA 的现场检查，并在生产管理、质量控制、环保设施等方面通过 FDA 审核后才能够继续向美国客户提供对应产品。

表 7: 高认证铸就行业高准入门槛

	法规/机构	内容
欧盟	《化学品注册、评估、许可和限制》(REACH 法规)	2007 年 6 月 1 日起正式实施化学品监管法规 REACH，要求进入欧洲市场的任何化学品都必须根据 REACH 法规的规定进行注册。
美国	美国食品药品监督管理局 (FDA)	负责确保美国在售食品的安全、健康和卫生，人用或兽用药、生物制品、医疗器械的安全有效，化妆品的安全以及产生辐射的电子产品的安全。被 FDA 认定为化妆品按照非处方药监管的活性成分还需要面对 FDA 的现场检查，并在生产管理、质量控制、环保设施等方面通过 FDA 审核后才能够继续向美国客户提供对应产品。

资料来源：招股说明书，德邦研究所

主要客户对产品品质、稳定性等严格的遴选机制构成另一道行业壁垒。法规之外，化妆品行业对产品品质要求高，下游客户在选择供应商时具有严格的遴选机制，短期试生产，经过遴选确认的产品供应商才建立长期的合作关系，加大采购量。

公司具备完善的质量管控体系，为产品品质、稳定性保驾护航。防晒业务领域，客户对供应商的品质控制和质量管理体系要求严格。相应地，公司已建立符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系，通过了美国 FDA 现场审核，获得了质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系、社会责任体系 (SA 8000: 2014) 以及欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 的认证。多年在配合客户查厂、认证过程中，公司质量管控体系也逐步提升。

良好技术、稳定质量突破层层考验，公司产品进入国际化妆品采购体系。公司下游客户基本涵盖了全球各国知名品牌化妆品生产企业和香精香料公司。公司的化妆品活性成分及其原料业务以帝斯曼为第一大客户，其他为拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克等主流品牌商。合成香料客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名的香料香精公司和口腔护理品公司。2017-2019 年公司前五大客户占比均超过 60%，占比较高，公司下游客户采购具有集中化特点，一旦经历严格考验，供应商不会长期更换，公司与德之馨、奇华顿合作时间达 10 年以上。

表 8: 公司 2017-2019 年前五大客户情况

客户	2017 年		客户	2018 年		客户	2019 年	
	营业收入/万	营收占比/%		营业收入/万	营收占比/%		营业收入/万	营收占比/%
帝斯曼	20,025	28.17%	帝斯曼	41,866	43.08%	帝斯曼	44,586	40.52%
德之馨	7,713	10.85%	德之馨	8,457	8.70%	亚什兰	10,639	9.67%
亚什兰	7,657	10.77%	亚什兰	6,174	6.35%	德之馨	6,851	6.23%
Sun Cel Inc.	4,258	5.99%	奇华顿	5,937	6.11%	奇华顿	6,183	5.62%
奇华顿	4,097	5.76%	拜尔斯道夫	4,092	4.21%	上海禾稼	3,909	3.55%
合计	66,525	61.54%	合计	66,525	68.45%	合计	72,168	65.59%

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

与帝斯曼深度合作研发新型防晒剂, 强强联合发挥协同效应。2015 年, 公司与帝斯曼签订关于 5 个防晒剂产品的《采购协议》, 并就 P-M、P-S 新型防晒剂产品合作开展一系列工艺开发、验证等工作, 2016 年相继完成了产品的开发及生产线建设。2017 年, 双方新签订 P-S、P-M 独家采购与供应协议; 2020-2023 年约定最低采购量及相应的独家采购和供应义务自动延续条款; 2024-2027 年转为非独家供应。随着合作加深, 产品得到认可, 采购量逐步上升。

表 9: 公司 2017-2019 年与帝斯曼合作情况

期间	主要产品	帝斯曼向公司采购数量/吨	帝斯曼向公司采购占同类产品采购的比例
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	3,944.63	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	7,125.12	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	6,949.74	100%

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

从公司过往与客户合作经验来看, 科思股份与帝斯曼进行深度合作, 公司凭借产品优势及成本优势进入帝斯曼的供应体系, 且通过签订独家协议巩固合作粘性, 供应商转换存在成本, 筑起科思股份核心护城河。未来可通过大客户资源, 巩固品牌力, 持续优化研发能力及生产效率, 并有望获得更多订单, 打开成长空间。

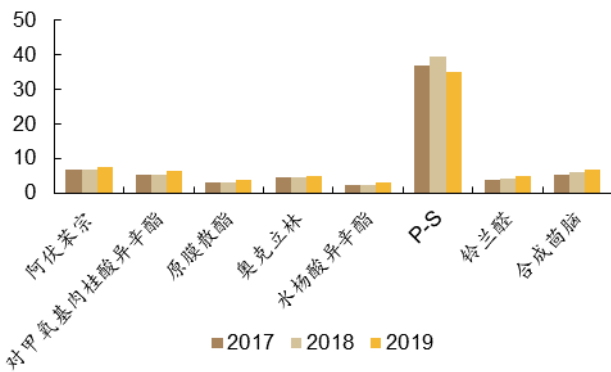
4. 未来发展：短期提价+中期产能释放+长期横向扩矩阵

4.1. 短期提价进行时，盈利能力环比提升

短期提价应对原材料、海运费价格上涨，预计提价周期过后，公司价格整体上行。公司所处行业的利润水平变动主要受原料成本和产品价格两方面的影响。公司原材料包括甲苯、苯酚、异丁烯、三氯化铝等，受国际油价波动的影响较明显。公司针对不同客户的定价策略不同，针对签订框架协议的客户，在协议约定范围内商定价格。定价周期一般在3月-1年之间。

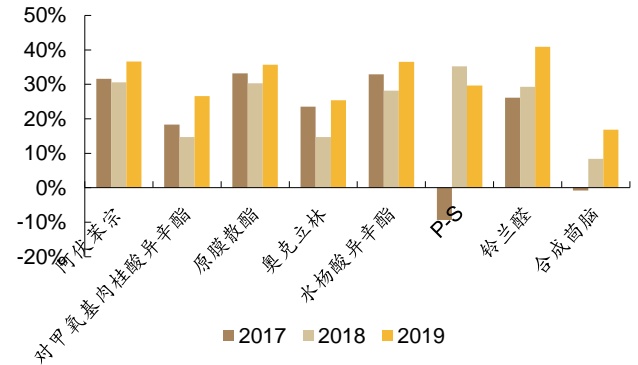
除了采取生产工艺技术改造、开发新产品等方式，公司采取改变销售策略的方法降低原材料价格变动对公司综合盈利能力的影响。针对原材料和海运费价格上涨超出市场预期，公司从21Q4陆续提价应对，22Q1在继续执行提价工作，但调价节奏略有差别，整体处于价格上行阶段，根据过往公司的单价及毛利率表现，看好公司通过时间来逐渐消化成本变动对当期业绩的影响，预计后续盈利能力将环比恢复。

图 34：2017-2019 年核心产品销售价格（万元/吨）



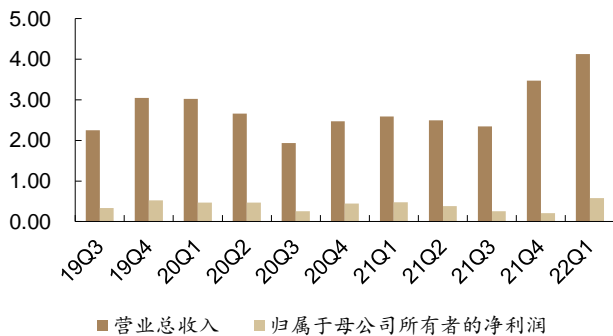
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 35：2017-2019 年核心产品毛利率（%）



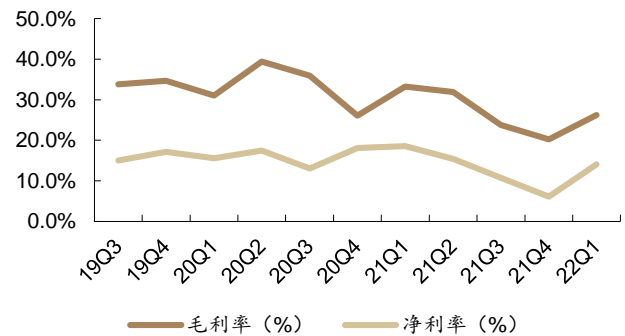
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 36：分季度看科思股份的盈利规模（亿）



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 37：分季度看科思股份的盈利能力



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

4.2. 中期：老产品恢复增长+新产品陆续放量驱动业绩增长

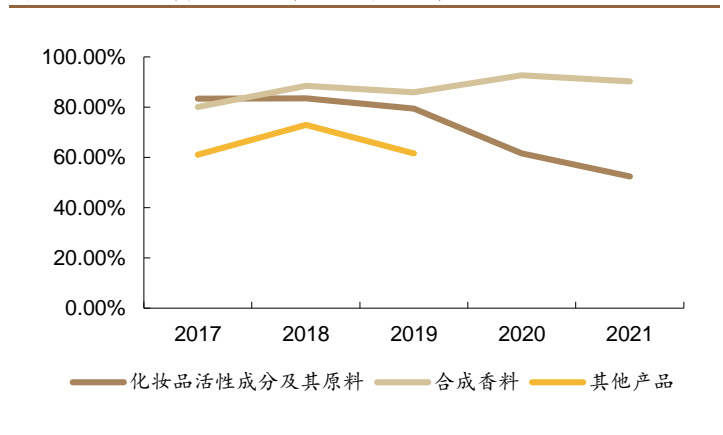
厂房、设备难以满足订单快速增长，生产能力改善成突破口。截至2019年，安徽圣诺贝共6条生产线，主要生产阿伏苯宗、P-S等化学防晒剂产品，宿迁科思共6条生产线，主要生产合成茴脑、2-萘乙酮、铃兰醛等香料产品。化妆品活性成分及合成香料两大业务的产能利用率位于高位水平，阿伏苯宗2017-2019年产能利用率接近100%，整体产能较为紧张。

图 38：公司产品的主要生产线

生产基地	主要业务	生产线位置	生产线数量/条	产品名称
安徽圣诺贝	化妆品活性成分的生产与销售	五车间	1	阿伏苯宗 (AVB)
		一车间	1	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)
		四车间西、一车间东南	2	原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)
		四车间东	1	奥克立林 (OCT)
		六车间	1	对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)
宿迁科思	化妆品活性成分及其原料、合成香料的生产和销售	五车间西	1	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)
		202 车间东、204 车间	2	对叔丁基苯甲酸 (BBA)
		三车间南 (反应)、五车间西 (后处理)	1	2-萘乙酮 (β -U80)
		202 车间西	1	铃兰醛 (LLY)
		六车间 (反应)、二车间 (后处理)	1	合成茴脑 (AT)

资料来源：招股说明书，德邦研究所
注：截止至2019年12月31日

图 39：三大业务产能利用率位居高位水平



资料来源：招股说明书，德邦研究所

新产能投放预计带来业绩新一轮增长点。2020年投放年产2000吨阿伏苯宗缓冲产能负荷状态。此外，新产品也陆续放量，2021年10月公告显示，募投项目建设稳步推进，实现了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) 生产线的投料试运行，马鞍山二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA) 预计2022年上半年竣工投产。

表 10：公司募集资金承诺项目情况

项目名称	产品名称	调整后投资总额/万元	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 (一期项目)	阿伏苯宗	35,945.02	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 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	1,106.50	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	1,539.58	已投料试生产	1000
	中试装置		建设中	
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 (新型防晒剂)	4,408.90	2021 年 10 月开工建设, 预计至 2022 年上半年投产	500

数据来源：公司公告，德邦研究所
注：截止至2021年末数据

4.3. 长期：强监管时代有望突出，产品业务单元扩充提高竞争力

出台多项化妆品新规，强监管时代到来。2021年起，化妆品行业整体管理要求趋严，以《化妆品监督管理条例》为指导，出台了多部新规。2022年陆续发布监督管理办法：试行化妆品电子注册证，《化妆品生产经营监督管理办法》正式上线等。监管的重点在于化妆品及化妆品新原料注册备案、功效宣传评价规范、生产管理规范、标签管理等方面。

表 11：出台多项化妆品新规，强监管时代到来

时间	规定	时间	规定
2016. 1. 1	《化妆品生产许可工作规范（105 条）》正式实施	2016. 12. 1	《化妆品安全技术规范（2015 年版）》正式实施
2019. 7. 1	《广东省化妆品安全条例》正式实施	2019. 8. 30	《化妆品检验检测机构能力建设指标原则》正式实施
2019. 9. 10	《化妆品注册和备案检验工作规范》正式实施	2021. 1. 1	《化妆品监督管理条例》正式实施
2021. 5. 1	《化妆品注册备案资料管理规定》正式实施	2021. 5. 1	《化妆品功效宣称评价规范》正式实施
2021. 5. 1	《化妆品注册备案管理办法》正式实施	2021. 5. 1	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》正式实施
2021. 5. 1	《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》正式实施	2021. 5. 1	《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》正式实施
2021. 5. 1	《化妆品分类规则和分类目录》正式实施	2021. 5. 28	《化妆品禁用原料目录（2021 年版）》正式实施
2021. 7. 1	《化妆品补充检验方法管理工作流程》正式实施	2021. 7. 1	《化妆品补充检验方法起草技术指南》正式实施
2021. 9. 2	国家药监局关于发布《化妆品中本维莫德的测定》化妆品补充检验方法的公告	2021. 9. 13	国家药监局关于发布《化妆品中比马前列素等 5 种组分的测定》化妆品补充检验方法的公告
2021. 12. 31	化妆品原料安全信息登记平台上线	2022. 1. 1	试行化妆品电子注册证
2022. 1. 1	《化妆品生产经营监督管理办法》正式实施	2022. 1. 1	依据《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》的要求，提交产品安全评估资料
2022. 1. 1	《儿童化妆品监督管理规定》正式实施	2022. 1. 1	申请祛斑美白、防晒化妆品注册时，需提交符合要求的人体功效实验报告
2022. 1. 1	备案人应于 1 月 1 日至 3 月 31 日期间，提交备案时间满 1 年普通化妆品的年度报告	2022. 1. 1	化妆品进行功效宣传评价上传依据

数据来源：公众号妆溯系统，德邦研究所

防晒被划分为高风险原料，合规安全是监管重点。原料使用合规是化妆品行业合规的关键基础，《化妆品监督管理条例》将化妆品原料分为已使用原料和新原料，首次根据风险程度对新原料实施注册和备案管理，具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑的高风险新材料需要进行注册获取注册证才可使用。三年监测期满若无出现安全问题，则纳入已使用原料目录进行管理，新规体系下，高质量管控体系的企业在原料安全保障上具备优势。

原料报送码机制下，原料商和产品商的连接加强。化妆品企业备案需要获取原料生产企业有关的质量安全信息文件，或是关联原料报送码，而遇到原料断供或者原料商更换的情况，注册人/备案人必须变更原料信息，这使得生产商在原料商的选择上会更加谨慎，生产商与原料商的关系也会被绑定，具有高行业认可度、合作稳定性高的企业具备优势。

图 40：化妆品原料按风险差异实施管理



资料来源：《中国化妆品新规白皮书》，德邦研究所绘制

安庆项目丰富公司业务结构，江宁项目为产品应用拓展打基础。公司 2021 年 9 月与安庆高新技术产业开发区签订合作协议，计划投资 30 亿元建设包括防晒剂在内的高端个人护理（包括美白、保湿、增稠等）及大品类合成香料项目，预计 2022 年下半年建设。2021 年 11 月与南京江宁经济开发区签订投资建设协议，计划投资 5 亿元建设高端个人护理产业基地，包括生产中心、工程技术中心、国际合作中心、科思研发中心及配套功能区，为公司未来向产品应用领域拓展打基础。

多领域开发工艺，借助原有渠道优势横向扩展产品业务单元。二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA）是新型 UVA 紫外线吸收剂，与阿伏苯宗相近且光化学稳定性好，公司已经开发完成并启动工业化项目建设。另外，在化学防晒剂的基础上开拓物理防晒剂 NT-15TV 项目，实现防晒剂全领域覆盖，目前已经开发完成。公司布局增稠剂及氨基酸表面活性物增加个人护理原料品类，以及增加合成香料品类，实现了防晒剂领域的“深度”及跨品类的“宽度”覆盖。

5. 盈利预测及投资建议

预计 2022 年-2024 年营业收入分别为 15.24 亿、18.37 亿、21.45 亿，对应增速分别为 39.77%、20.55%、16.76%，对三大业务的收入结构进行假设：

►化妆品活性成分及其原料：海外疫情常态化下出行逐渐放开，国内疫情基本控制得当、出行需求较高，预计防晒剂全球需求将增强，科思股份作为防晒剂领域龙头企业将从中受益；同时公司募投扩产计划稳步推进，新型防晒剂项目的建设稳步推进，预计将贡献增量来源，预计 22-24 年分别实现营收 10.49 亿、12.76 亿、14.86 亿，对应增速分别为 44%、22%、16%，从 22Q1 业绩环比改善情况可验证公司化妆品的原材料提价逻辑，预计 22 年毛利率有明显提升，后续提升来自于原材料占比变动。

►合成香料：公司终止 IPO 募投计划中的香豆素生产线建设及水杨酸甲酯的中间体水杨酸生产建设，调整建设二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯的募投资金，考虑新品贡献，预计该业务保持稳健增长，22-24 年收入分别为 4.11 亿、4.58 亿、5.05 亿，对应增速分别为 27%、12%、10%。

►其他：考虑公司在布局个人护理品原料品类，增稠剂项目及氨基酸表面活性剂项目已经开发完成，两个产品在日化领域均有广泛应用，预计上市后 22-24 年可实现 0.64 亿、1.03 亿、1.54 亿，对应增速分别为 75%、60%、50%。

表 12：科思股份 2020-2024 年业绩

项目	类别	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体	收入	万元	100,847	109,042	152,406	183,724	214,512
	YOY	%	-8.35%	8.13%	39.77%	20.55%	16.76%
	成本	万元	67,588	79,859	106,750	126,326	148,349
	毛利	万元	33,259	29,183	45,656	57,398	66,163
	毛利率	%	32.98%	26.76%	29.96%	31.24%	30.84%
化妆品活性成分及其原料	收入	万元	65,165	73,093	104,926	127,641	148,596
	营收占比	%	64.62%	67.03%	68.85%	69.47%	69.27%
	YOY	%	-19.40%	12.17%	43.55%	21.65%	16.42%
	成本	万元	42,110	52,284	72,163	85,159	98,460
	毛利率	%	35.38%	28.47%	31.23%	33.28%	33.74%
合成香料	收入	万元	31,700	32,279	41,059	45,809	50,504
	营收占比	%	31.43%	29.60%	26.94%	24.93%	23.54%
	YOY	%	30.74%	1.83%	27.20%	11.57%	10.25%
	成本	万元	21,802	23,455	27,378	29,631	32,585
	毛利率	%	31.23%	27.34%	33.32%	35.32%	35.48%
其他	收入	万元	3,982	3,669	6,421	10,274	15,411
	营收占比	%	3.95%	3.37%	4.21%	5.59%	7.18%
	YOY	%	3.73%	-7.85%	75.00%	60.00%	50.00%
	成本	万元	3,677	4,120	7,210	11,536	17,304
	毛利率	%	7.66%	-12.28%	-12.28%	-12.28%	-12.28%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

考虑到科思股份为化妆品防晒剂领域龙头企业及合成香料供应商，兼具化工板块及化妆品板块成长逻辑，化工方面选择赞宇科技、爱普股份、新瀚新材为可比公司，公司三年复合增速均值为 25.7%，对应 22 年 PE 均值为 20.7X；化妆品方面选择贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、鲁商发展为可比公司，三年复合增速均值为 29.7%，对应 22 年 PE 均值为 51.2X。预计科思股份未来三年复合增速有望达到 41%，且出行需求提升+需求精细化等因素促进防晒领域做大市场，当前 22-24 年估值分别为 33X/26X/22X，首次覆盖给予“增持”评级。

表 13：科思股份与可比公司估值比较

板块	代码	简称	股价 (元)	归母净利润 (亿)					PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	21-24 CAGR	2021	2022E	2023E	2024E
化工板块	002637.SZ	赞宇科技	14.67	7.96	11.05	13.92	16.63	27.8%	8.67	6.25	4.96	4.15
	603020.SH	爱普股份	11.96	1.89	1.82	2.30	2.80	14.1%	24.29	25.13	19.96	16.36
	301076.SZ	新瀚新材	28.84	0.66	0.97	1.48	1.64	35.2%	45.02	30.77	20.16	18.20
	均值							25.7%	25.99	20.71	15.03	12.90
化妆品板块	300957.SZ	贝泰妮	194.74	8.63	12.10	16.75	22.01	36.6%	95.60	68.18	49.25	37.48
	603605.SH	珀莱雅	172.05	5.76	7.38	9.32	11.57	26.2%	84.04	65.61	51.95	41.85
	688363.SH	华熙生物	148.94	7.82	9.85	13.43	18.61	33.5%	91.59	72.74	53.35	38.50
	600315.SH	上海家化	35.45	6.49	7.65	9.84	11.84	22.2%	37.11	31.49	24.48	20.35
	600223.SH	鲁商发展	9.25	3.62	5.21	6.76	7.97	30.1%	25.79	17.92	13.81	11.71
	均值							29.7%	66.83	51.19	38.57	29.98
	300856.SZ	科思股份	48.48	1.33	2.47	3.22	3.74	41.2%	61.78	33.22	25.53	21.95

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所预测

注：采用 8 月 11 日对应收盘价，化妆品标的 22-24 年归母净利润来自德邦预测，化工标的利润预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

1) 原材料及产品价格波动风险。公司主要原材料为化工原料，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，价格变动的不确定性会对公司盈利情况产生一定的风险。

2) 客户依赖风险。公司前五大客户销售额占公司营业额比例较大，若主要客户因经营情况发生重大不利变化而减少对公司的采购，将在一定时期内影响公司的产品销售和盈利能力。

3) 汇率波动风险。公司出口收入占比较高，出口产品主要采用美元、欧元计价。人民币汇率波动对公司经营业绩的影响主要体现在：一方面，人民币处于升值或贬值趋势时，公司产品在境外市场竞争力下降或上升；另一方面，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。

4) 疫情影响。国内外疫情尚未消除，尤其境外疫情尚未得到有效控制。全球疫情的持续发展会对下游消费市场产生一定影响，进而影响公司产品的销售。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.46	1.90	2.21
每股净资产	14.08	10.65	12.28	14.20
每股经营现金流	1.35	1.39	1.48	2.08
每股股利	0.30	0.20	0.27	0.30
价值评估(倍)				
P/E	53.67	33.22	25.53	21.95
P/B	4.49	4.55	3.95	3.42
P/S	5.02	5.39	4.47	3.83
EV/EBITDA	30.65	23.71	18.73	16.07
股息率%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.8%	30.0%	31.2%	30.8%
净利润率	12.2%	16.2%	17.5%	17.4%
净资产收益率	8.4%	13.7%	15.5%	15.6%
资产回报率	7.2%	11.8%	13.2%	13.3%
投资回报率	8.1%	12.6%	14.3%	14.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.1%	39.8%	20.5%	16.8%
EBIT 增长率	-27.1%	77.0%	30.8%	16.2%
净利润增长率	-18.7%	86.0%	30.1%	16.3%
偿债能力指标				
资产负债率	13.4%	14.2%	14.4%	14.4%
流动比率	4.8	4.5	4.6	4.8
速动比率	3.2	3.1	3.1	3.3
现金比率	0.9	0.8	0.8	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	50.4	48.0	55.0	60.0
存货周转天数	132.4	120.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	1.8	2.4	2.8	3.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	133	247	322	374
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	77	71	77	83
非经营收益	-7	-19	-23	-28
营运资金变动	-51	-64	-125	-76
经营活动现金流	152	235	250	352
资产	-209	-154	-154	-154
投资	152	-50	-50	-50
其他	19	23	28	32
投资活动现金流	-39	-181	-176	-172
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-19	-34	-45	-50
融资活动现金流	-19	-34	-45	-50
现金净流量	91	20	28	130

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 11 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,090	1,524	1,837	2,145
营业成本	799	1,068	1,263	1,483
毛利率%	26.8%	30.0%	31.2%	30.8%
营业税金及附加	9	12	15	17
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	13	18	22	26
营业费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	82	107	125	139
管理费用率%	7.5%	7.0%	6.8%	6.5%
研发费用	45	61	73	86
研发费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
EBIT	150	266	348	404
财务费用	9	-4	-5	-5
财务费用率%	0.9%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	23	28	32
营业利润	157	293	380	441
营业外收支	-2	-4	-4	-4
利润总额	155	289	376	437
EBITDA	226	337	425	487
所得税	22	42	55	63
有效所得税率%	14.2%	14.5%	14.5%	14.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	133	247	322	374

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	212	232	261	391
应收账款及应收票据	166	241	321	394
存货	336	375	467	522
其它流动资产	360	414	467	520
流动资产合计	1,075	1,262	1,515	1,828
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	605	637	663	684
在建工程	61	106	151	196
无形资产	46	48	50	52
非流动资产合计	761	840	914	981
资产总计	1,836	2,103	2,429	2,809
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	176	209	247	289
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	49	69	82	95
流动负债合计	225	278	329	384
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债总计	246	300	350	405
实收资本	113	169	169	169
普通股股东权益	1,590	1,803	2,079	2,403
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,836	2,103	2,429	2,809

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖医美、化妆品、胶原蛋白、植发等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。