

汲肖飞 纺服&化妆品首席分析师  
执业编号: S1500520080003  
邮箱: jixiaofei@cindasc.com

张燕生: 化工行业首席分析师  
执业编号: S1500517050001  
邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东: 化工行业分析师  
执业编号: S1500520080002  
邮箱: hongyingdong@cindasc.com

李媛媛 纺服&化妆品研究助理  
邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《全球防晒剂龙头原料商, 产能扩张及品类延展助增长》2022. 1

《Q1 业绩超预期, 盈利能力逐步修复》2022. 5

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

卡位高增长赛道, 拟发可转债成长动力强

2022年9月14日

**事件:** 公司发布向不特定对象发行可转换债券公告, 公司本次发行可转债拟募集资金总额不超过 8.28 亿元, 可转债期限为发行之日起六年, 募集资金将用于安庆科思化学高端个人护理产品及合成香料项目(一期)和安庆科思化学年产 2600 吨的个人护理项目。

点评:

- **氨基酸表面活性剂&高分子增稠剂性能优越、空间广阔。** 安庆科思化学高端个人护理产品及合成香料项目(一期)建设期为 2.5 年, 投资总额为 6.45 亿元, 公司拟投入募集资金金额 6.01 亿元。项目建成后, 公司可实现年产高端个人护理品原料 14800 吨, 其中氨基酸表面活性剂椰油酰甘氨酸钠、椰油酰甘氨酸钾、甲级椰油酰基牛磺酸钠以及高分子增稠剂卡波姆产能分别为 5500 吨/年、3000 吨/年、4300 吨/年、2000 吨/年。**1)** 其中表面活性剂产品具有皮肤刺激性小、生物降解性好、抗菌性好且消耗量高等特点, 可广泛用于护肤品和高端洗护用品, 伴随下游化妆品和个护市场对原料健康、绿色、安全等要求不断提高, 氨基酸表面活性剂渗透率将不断提升, 市场空间较为广阔, 项目完成后公司表面活性剂产能将位于国内前列。**2)** 卡波姆为高分子水溶性增稠剂, 能够调节液体粘度、改善凝胶体系触变性和提升产品稳定性, 主要用于高端个人护理品领域。由于国内市场对进口卡波姆产品需求量较大、产品价格高, 国外企业占据主要市场份额, 因此卡波姆产能的建设助力公司享下游高景气市场需求, 强化先发优势。
- **新型防晒剂市场需求旺盛, 新产能有望贡献业绩增长新动力。** 安庆科思化学年产 2600 吨高端个人护理项目建设期为 2 年, 投资总额为 2.57 亿元, 公司拟投入募集资金金额 2.27 亿元, 项目建成后, 可年产 1000 吨双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪和 1600 吨 P-S 中间体 RET。在国内“防晒+”概念兴起以及防晒消费市场向群体多样化、需求细分化发展背景下, 化妆品防晒剂迎来增量市场需求。P-S 作为新型广谱防晒剂, 具有较好的脂溶性和较高的光稳定性, 能够充分契合当下化妆品防晒剂发展趋势, 2019-21 年消耗量年均复合增速位列防晒剂前三位, 市场空间广阔。2021 年公司 P-S 产品达满产满销状态, 产能落地后将有望进一步满足下游客户不断增长的需求, 持续消化新增产能, 贡献业绩增长动力。
- **进一步丰富产品结构, 强化产业链竞争优势。** 公司重视产品研发, 核心团队多年来深耕精细化工及化妆品行业, 拥有完整的核心技术和生产工艺。凭借完善的配套产业链、丰富的产品线和稳定的产品质量, 公司成长为全球防晒剂头部制造商及合成香料龙头企业, 深入绑定众多优质客户资源, 客户粘性较强。新产品产能的建设将拓展公司在氨基酸表面活性剂、高分子增稠剂及新兴防晒剂领域的业务布局, 进一步丰富公司产品结构, 持续巩固化妆品和个护原材料产业链竞争优势, 强化龙头地位。

### 盈利预测与投资评级:

- 公司布局表面活性剂、高分子增稠剂及新型防晒剂高增长赛道，产能扩建稳步推进，暂不考虑转债投入项目，我们上调 2022-24 年归母净利润为 2.24/2.94/3.74 亿元（原值为 2.24/2.94/3.57 亿元），目前股价对应 22 年 54.29 倍 PE，公司作为全球防晒剂原料龙头，业绩快速修复，中长期受益于产能扩张落地、品类延展等有望实现稳健增长，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。

**风险因素：**行业政策变化风险、产品研发和注册风险、市场竞争加剧、产品安全风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,008	1,090	1,513	1,830	2,398
同比(%)	-8.4%	8.1%	38.7%	21.0%	31.0%
归属母公司净利润	163	133	224	294	374
同比(%)	6.3%	-18.7%	68.6%	31.3%	27.1%
毛利率(%)	33.0%	26.8%	30.7%	32.1%	32.8%
ROE(%)	11.1%	8.4%	12.0%	13.6%	14.7%
EPS (摊薄)(元)	1.70	1.18	1.32	1.74	2.21
P/E	32.19	53.67	54.29	41.35	32.55
P/B	4.18	4.49	6.51	5.62	4.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 9 月 14 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>1,039</b>	<b>1,075</b>	<b>1,336</b>	<b>1,231</b>	<b>1,394</b>	
货币资金	122	212	704	482	427	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	166	210	254	332	
预付账款	5	4	8	9	12	
存货	251	336	388	459	596	
其他	522	357	26	27	27	
<b>非流动资产</b>	<b>640</b>	<b>761</b>	<b>828</b>	<b>1,282</b>	<b>1,595</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	544	605	692	1,043	1,327	
无形资产	46	46	48	50	52	
其他	51	110	88	188	216	
<b>资产总计</b>	<b>1,679</b>	<b>1,836</b>	<b>2,164</b>	<b>2,513</b>	<b>2,990</b>	
<b>流动负债</b>	<b>190</b>	<b>225</b>	<b>294</b>	<b>348</b>	<b>451</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	146	176	224	265	344	
其他	44	49	70	83	107	
<b>非流动负债</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	14	21	3	3	3	
<b>负债合计</b>	<b>204</b>	<b>246</b>	<b>296</b>	<b>351</b>	<b>454</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,475	1,590	1,868	2,162	2,535	
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,679</b>	<b>1,836</b>	<b>2,164</b>	<b>2,513</b>	<b>2,990</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,008	1,090	1,513	1,830	2,398	
同比(%)	-8.4%	8.1%	38.7%	21.0%	31.0%	
归属母公司净利润	163	133	224	294	374	
同比	6.3%	-18.7%	68.6%	31.3%	27.1%	
毛利率(%)	33.0%	26.8%	30.7%	32.1%	32.8%	
ROE%	11.1%	8.4%	12.0%	13.6%	14.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.70	1.18	1.32	1.74	2.21	
P/E	32.19	53.67	54.29	41.35	32.55	
P/B	4.18	4.49	6.51	5.62	4.80	
EV/EBITDA	23.29	30.65	38.31	29.12	22.08	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>1,008</b>	<b>1,090</b>	<b>1,513</b>	<b>1,830</b>	<b>2,398</b>	
营业成本	676	799	1,048	1,242	1,611	
营业税金及附加	8	9	13	15	21	
销售费用	9	13	22	27	42	
管理费用	74	82	121	146	192	
研发费用	39	45	76	101	120	
财务费用	17	9	-9	-12	-9	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	16	17	26	7	
其他	6	8	4	5	6	
<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>157</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>434</b>	
营业外收支	-3	-2	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>155</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>434</b>	
所得税	29	22	40	48	61	
<b>净利润</b>	<b>163</b>	<b>133</b>	<b>224</b>	<b>294</b>	<b>374</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>163</b>	<b>133</b>	<b>224</b>	<b>294</b>	<b>374</b>	
EBITDA	259	226	299	401	532	
EPS(当年)(元)	1.70	1.18	1.32	1.74	2.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>166</b>	<b>152</b>	<b>248</b>	<b>307</b>	<b>371</b>	
净利润	163	133	224	294	374	
折旧摊销	53	76	66	102	119	
财务费用	11	3	0	0	0	
投资损失	-3	-16	-17	-26	-7	
营运资金变	-55	-51	-30	-62	-114	
其它	-3	7	5	-1	-1	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-647</b>	<b>-39</b>	<b>200</b>	<b>-529</b>	<b>-426</b>	
资本支出	-158	-209	-155	-555	-433	
长期投资	-490	152	330	0	0	
其他	1	19	25	26	7	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>518</b>	<b>-19</b>	<b>43</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	862	0	0	0	0	
借款	94	0	0	0	0	
支付利息或股息	-23	-17	0	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	<b>31</b>	<b>91</b>	<b>491</b>	<b>-222</b>	<b>-55</b>	

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

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

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

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

## 分析师声明

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

## 免责声明

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

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

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

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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

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

## 评级说明

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

## 风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。