

科思股份 (300856.SZ)

防晒品原料制造龙头，产能扩张叠加品类扩充未来可期

增持

核心观点

公司概况：公司主营业务为防晒剂原料和合成香料生产，是全球防晒剂原料头部供应企业，22年上半年实现收入8.2亿，同增61.3%，实现归母净利润1.5亿元，同增69.8%，其中防晒剂占营收高达79.44%。公司产品主要销售至境外地区，营收占比维持在80%以上水平，且2021年前五大客户占销售收入的57.1%。公司在防晒需求稳健提升基础上，通过绑定下游核心客户，实现稳健业绩表现，2016-21年收入及归母净利复合增速分别为12.4%/25.0%。

行业分析：防晒行业市场空间巨大，2020年全球化妆品市场达到4841亿美元，其中中国防晒化妆品市场占全球比例为21.06%，随着中国消费者购买力不断增强以及护肤、防晒意识增强，未来仍有较大增长空间。行业格局来看，随着国内化妆品行业管理趋严，新规落地有利于国产龙头原料商未来进一步提升市场地位。此外香精行业全球市场规模也在不断扩大，其中我国香精香料市场快速增长，2005-2020年CAGR达8.77%。

公司分析：整体来看，当前公司通过持续创新能力与多层次技术储备奠定研发基础，同时在防晒剂和合成香料领域，完成多品类全面布局。并依托优异的产品品质和稳定的生产供应，实现下游国际知名企业客户的深度绑定，订单稳定且充足。未来，公司将1) 首先受益**量产驱动**：随着海外疫后户外出行需求的复苏，叠加竞争对手产能受限，终端需求提升明显，在公司自身产能释放驱动下，收入有望持续增长；2) 其次受益**价格驱动**：原材料成本上涨驱动产品提价，叠加人民币贬值因素带来的汇兑收益，公司利润水平弹性在明年有望得到持续释放。3) 此外**积极多品类扩张**，公司有望切入个护原料高增长赛道，通过拓展品类分享个护原料需求增长红利，打造新增长点。

风险提示：疫情反复；项目进展不及预期；产品价格不及预期；原材料价格波动、原材料供应风险；客户依赖风险；汇率波动风险

投资建议：全年公司在需求复苏，产能扩张以及产品提价等多因素下，收入成长及盈利修复有望得到较强支撑。长期来看，在全球防晒剂行业的快速扩张以及竞争格局稳定的前提下，公司依托坚实的研发基础全品类布局防晒剂领域，并绑定国际知名企业作为稳定且优质的下游客户，实现业绩的稳定表现，同时通过积极拓展新个护原料业务布局，进一步打开中长期成长空间，我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.78元/2.17元/2.64元/股，对应PE分别36/30/24倍。综合绝对及相对估值，给予公司合理价值区间为74.76-79.46元，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,008	1,090	1,711	2,037	2,423
(+/-%)	-8.4%	8.1%	56.9%	19.1%	18.9%
净利润(百万元)	163	133	301	368	448
(+/-%)	6.3%	-18.7%	126.6%	22.2%	21.7%
每股收益(元)	1.45	1.18	1.78	2.17	2.64
EBIT Margin	20.1%	13.1%	19.2%	20.1%	20.7%
净资产收益率(ROE)	11.1%	8.4%	16.3%	16.9%	17.5%
市盈率(PE)	44.5	54.7	36.2	29.7	24.4
EV/EBITDA	29.6	35.4	28.6	23.4	19.5
市净率(PB)	4.93	4.58	5.89	5.02	4.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	74.76 - 79.46 元
收盘价	63.10 元
总市值/流通市值	10664/3723 百万元
52周最高价/最低价	72.55/35.70 元
近3个月日均成交额	130.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：精细化工细分龙头，防晒剂领域稀缺标的	5
股权结构：实控人周氏父子，合计持股 61.48%	6
公司主要产品的功能及用途：化妆品活性成分+合成香料	7
财务分析：营收高增长，盈利水平稳步修复	8
业绩表现：2022H1 营收利润同比均超 60%	8
营收拆分：化妆品活性成分及原料占比持续提升，国内市场仍有待继续开拓	8
盈利及营运能力：毛利率环比大幅提升，营运能力表现良好	9
行业分析：防晒市场规模扩增，香精市场稳步向前发展	10
防晒行业：市场空间巨大，头部集中趋势明显	10
香精行业：全球市场竞争格局稳定，我国发展较为缓慢	12
公司分析：夯实研发及产品实力，全方位打造防晒剂原料龙头	15
研发实力：注重创新能力、加大研发投入，技术壁垒得以显现	15
产品情况：进军防晒剂和合成香料领域，多品类全面布局	16
客户结构：依托国际知名企业，客户订单稳定且充足	17
成长分析：短期提价修复盈利水平，中长期产能扩张叠加品类扩充驱动持续成长	19
量产驱动：防晒需求扩容，产能释放驱动收入持续增长	19
价格驱动：提价传导，利润水平有望持续修复	21
长期发展：切入个护原料高增长赛道，打造新业务增长点	23
盈利预测	26
假设前提	26
估值与投资建议	28
绝对估值：74.14-85.62 元	28
相对估值：74.76-78.32 元	29
投资建议：防晒剂行业龙头标的，给予“增持”评级	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	34
免责声明	35

图表目录

图 1: 公司所处产业链位置	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2021 年一季度末)	7
图 3: 科思股份分季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 4: 科思股份分季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 5: 公司分产品营收占比	9
图 6: 公司分地区营收占比	9
图 7: 公司分季度毛利率、净利率情况	9
图 8: 公司分季度费用率情况	9
图 9: 公司存货周转天数及应收账款周转天数	10
图 10: 公司现金流情况	10
图 11: 全球化妆品市场规模及增速情况	10
图 12: 全球与中国防晒化妆品市场规模及增速情况	10
图 13: 历年全球防晒化妆品市场市占率情况	11
图 14: 2020 年全球防晒化妆品市场主要品牌市占率	11
图 15: 2017-2019 年公司防晒剂市场份额情况	11
图 16: 中国化妆品新规概览	12
图 17: 全球香精香料市场规模稳步增加	13
图 18: 亚洲市场成为香精香料市场主要贡献动力	13
图 19: 2018 年以来我国香精香料产量增速不断上升	13
图 20: 我国香精香料市场规模不断扩大	13
图 21: 2017 年全球香精香料市场 CR5 达 61.5%	14
图 22: 2021 研发费用率超 4%	16
图 23: 研发人员逐年递增	16
图 24: 全球防晒市场规模	19
图 25: 全球各地出现高温天气	19
图 26: 2022H1 巴斯夫欧洲市场销售额占比超 40%	21
图 27: 巴斯夫因天然气价格上升导致毛利率下行	21
图 28: 原材料价格受原油价格影响明显	22
图 29: 公司化妆品活性成分产品销售金额 (万元)	22
图 30: 公司化妆品活性成分产品销售单价 (元/千克)	22
图 31: 公司合成香精产品销售金额 (万元)	23
图 32: 公司合成香精产品销售单价 (万元/吨)	23
图 33: 卡波姆市场规模情况	25

表1: 科思股份创立以来大事记	5
表2: 公司部分董事会成员及高管履历	7
表3: 公司防晒剂领域主要竞争对手情况	12
表4: 公司核心技术介绍	15
表5: 市场主流防晒化妆品所含防晒剂成分	16
表6: 科思股份主要产品介绍	17
表7: 公司前五大客户情况	18
表8: 2018 年原有产品对帝斯曼销售收入的增加额显著超过其他主要客户	18
表9: 公司募投项目情况介绍	20
表10: 公司计划新建项目情况介绍	20
表11: 新型防晒剂情况介绍	21
表12: 可转债投资项目介绍	23
表13: 安庆科思高端个护项目（一期）产品情况介绍	23
表14: 氨基酸表活部分应用产品	24
表15: 公司业务分拆情况	27
表16: 公司盈利预测假设条件（%）	28
表17: 资本成本假设	28
表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	29
表19: 主要精细化工公司业务分析	29
表20: 科思股份化工行业可比公司财务数据情况	30
表21: 科思股份化妆品行业可比公司财务数据情况	31
表22: 同类公司估值比较	31

公司概况：精细化工细分龙头，防晒剂领域稀缺标的

公司是全球最主要化学防晒剂制造商之一。依托全品类布局防晒剂领域，从而实现稳健成长。

公司是全球最主要化学防晒剂制造商之一，也是铃兰醛、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一。在防晒剂领域，具备防晒剂系列产品的研发和生产能力，通过完整的产品线和认证审核，在国际防晒剂市场具备较高市占率和行业地位；受益于防晒产品和香水等需求提高，公司主要产品需求有望获得持续增长。

公司成立于 2000 年 4 月，主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品包括化妆品活性成分及其原料、合成香料等。公司业务主要分为化妆品活性成分及其原料和合成香料两大核心板块。

1) 化妆品活性成分方面，公司作为全球主要化学防晒剂制造商，已通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 认证，所生产的防晒剂产品覆盖了目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，市占率和行业地位较高；客户基础较好，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；

2) 合成香料方面，公司生产的以铃兰醛、2-萘乙酮为代表的产品在国际市场上也具有较强竞争力，主要客户包括奇华顿、芬美意、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。

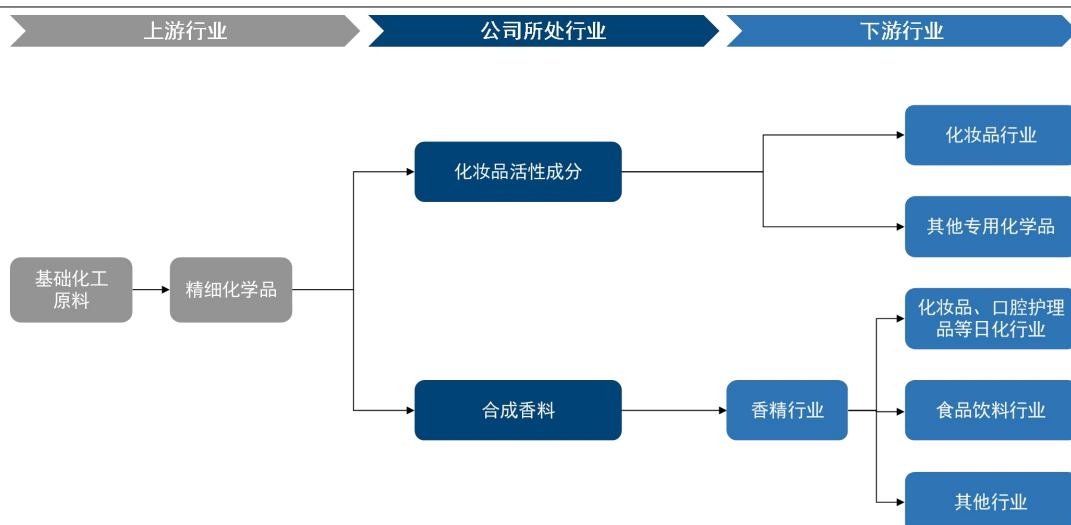
公司在宿迁、马鞍山和安庆均设有生产基地。2009 年，宿迁科思化学建成第一个 GMP 车间，马鞍山工厂-子公司安徽圣诺贝 2013 年通过 GMP 体系认证，2015 通过美国 FDA 现场审核。公司 2016 年成功在新三板挂牌，2017 年马鞍山科思成立，募投计划投资马鞍山科思 25000t/a 高端日用日用香原料急防晒剂配套项目（一期工程），致力于提高产能；2020 年公司销售额突破 10 亿元大关并成功登陆创业板，发行价位 30.56 元/股。

表 1：科思股份创立以来大事记

年份	事件
2000	南京科思化学有限公司成立
2003	南京生产基地建成投产
2006	宿迁杰科化学建成投产
2008	宿迁科思化学建成投产
2009	宿迁科思化学建成第一个 GMP 车间
2010	宿迁科思化学通过国家高新技术企业认证
2012	安徽圣诺贝建成投产
2013	安徽圣诺贝通过 GMP 体系认证
2015	公司销售额突破 5 亿元人民币 安徽圣诺贝通过国家高新技术企业认证 安徽圣诺贝通过美国 FDA 审核
2016	公司完成股改 新三板挂牌
2017	公司启动转板上市计划 马鞍山科思化学成立
2020	公司销售额突破 10 亿人民币 公司在创业板成功上市

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图1：公司所处产业链位置



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

股权结构：实控人周氏父子，合计持股 61.48%

周久京、周旭明是公司实际控制人且为父子关系，公司第一大股东周旭明通过南京科思投资发展有限公司间接持股 52.18%，直接持股 4.43%，合计持股 56.61%；其父周久京直接持股 4.87%，父子合计持股 61.48%。其他股东持股比例均未超过 4%。此外，公司另一大股东杨东生为实控人周旭明之姐夫，通过直接持股 0.89%，及南京科投和南京科旭间接持股 0.41%，合计持股 1.30%。

主要控股子公司：

宿迁科思和安徽圣诺贝贡献主要营收和利润

1) **宿迁科思**：成立于 2007 年 10 月，主要业务为化妆品活性成分及其原料、合成香料的生产与销售，2013 年被认定为高新技术企业，21 年营收 5.42 亿元，占总营收半壁江山，净利润 0.52 亿元；

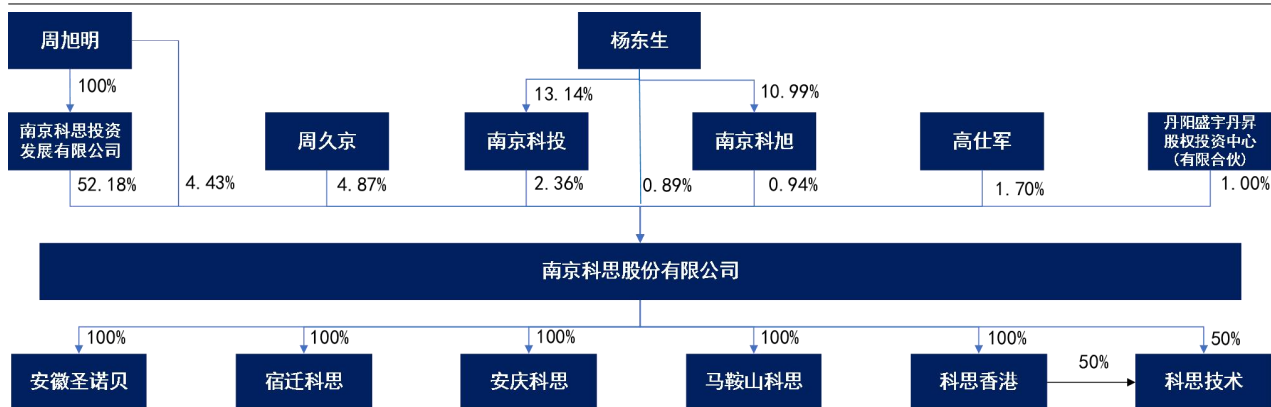
2) **安徽圣诺贝**：成立于 2010 年 11 月，主要业务为化妆品活性成分的生产与销售，安徽圣诺贝按照原料药 GMP 标准建设运行，现已通过质量管理体系（ISO9001：2008）等体系认证，并已接受过美国 FDA 现场审计，21 年营收 4.91 亿元，净利润 0.55 亿元；

3) **马鞍山科思（募投项目）**：公司募投项目马鞍山科思各生产线，其中辛基三嗪酮（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。马鞍山科思二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA）预计于 2022 年投产。21 年营收、利润分别为 0.80 亿元和-443. 万元。

4) **安庆科思（计划建设）**：成立于 2021 年 10 月，规划建设高端个人护理品及合成香料项目。

5) **科思技术**：成立于 2021 年 12 月，科思股份和科思香港分别持股 50%，主营技术服务和开发。

图2：公司股权结构图（截至 2021 年一季度末）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

管理团队及核心技术人员经验丰富。高层管理团队多具备高分子化工等专业学历背景，在化工原料相关行业任职多年，经验丰富。董事长周旭明在创立公司前曾于江苏省石油化学工业厅、南京恒桥化工有限公司任职；总经理杨军化学相关专业出身，伴随公司一路成长。

表2：公司部分董事会成员及高管履历

姓名	职务	学历	履历
周旭明	董事长	本科，高分子化工专业	1973 年生，男。1994 年 7 月至 1997 年 6 月就职于江苏省石油化学工业厅进出口办公室任科员；2001 年 4 月至 2009 年 3 月任公司执行董事；2011 年 11 月至今就职于南京科思投资发展有限公司任执行董事；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 月至今任科思技术执行董事。
杨军	董事、总裁	本科学历，化学工程与工艺（精细化工）专业	1978 年生，男。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	大专学历，园艺专业	1967 年生，男。2000 年 4 月至 2011 年 12 月任公司监事；2012 年 7 月至今任公司董事；2012 年 11 月至 2017 年 12 月任公司副总经理，2018 年 1 月至今任公司副总裁。
于鲁登	董事、董事长助理	大专学历，英语语言文学专业	1965 年生，男。2003 年 10 月至 2013 年 2 月任帝斯曼营养产品部中国区采购及供应链总监；2013 年 2 月至 2018 年 7 月任帝斯曼营养产品部全球业务采购经理；2019 年 1 月至今任本公司董事长助理；2020 年 12 月至今任公司董事。
夏露霞	董事、内审部总监	大专学历，电脑会计专业	1976 年生，女。2000 年 4 月至今历任公司出纳会计、会计主管、财务经理、财务总监、内审部总监；2012 年 7 月至今任公司董事。
曹晓如	董事、董事会秘书	硕士学历，经济法学专业	1983 年生，男。2014 年 10 月至今就职于公司，自 2016 年 5 月任公司董事会秘书，2018 年 2 月至今任公司董事。
陶龙明	副总裁	本科学历，高分子材料专业	1971 年生，男。2018 年 6 月至今任公司副总裁；2021 年 10 月至今任安庆科思执行董事。
孟海斌	财务总监	本科学历，会计学专业	1977 年生，男。2018 年 6 月至今，任公司财务总监。

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

公司主要产品的功能及用途：化妆品活性成分+合成香料

1) **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、乳液等化妆品中，公司生产的防晒剂产品覆盖了目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，主要产品包括阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (OCT)、甲氧基苯乙酮 (MAP) 等防晒剂及其原料，另外，公司生产的美白类化妆品活性成分在陆续向市场推出，如维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)；

2) **合成香料**主要用途为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：主要产品包括铃兰醛（LLY）、对叔丁基苯甲醛（TBB）等。公司生产产品所用原料基本是基础化工行业的大宗无差别化学品，生产工艺涉及的化学反应大部分是经典的化学反应，如缩合、酯化、酯交换等，安全系数较高。

财务分析：营收高增长，盈利水平稳步修复

业绩表现：2022H1 营收利润同比均超 60%

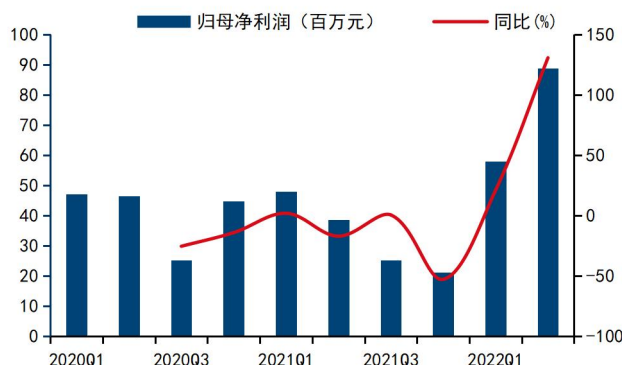
公司 2022H1 实现营业收入 8.20 亿元，同比+61.29%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比+69.79%。分季度来看，22 年 Q2 实现营收 4.07 亿元，同比增长 63.03%，收入增速持续创新高，今年上半年受益于产品价格的提升，业务规模呈景气态势。随着下游市场受疫情影响后的持续恢复和公司市场地位的稳步提升，以及募投项目产品逐步放量，报告期内营业收入取得了较大幅度增长；同时，由于从去年年底开始的产品提价措施逐步落地，Q2 以来汇率的下降叠加产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放，多因素共同催化综合毛利率水平恢复至 30.12%。

图3：科思股份分季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：科思股份分季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

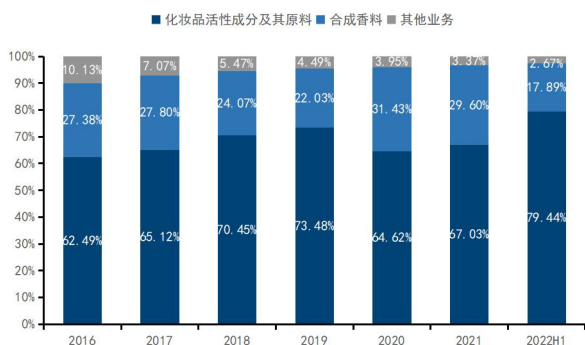
营收拆分：化妆品活性成分及原料占比持续提升，国内市场仍有待继续开拓

分产品来看，22H1 化妆品活性成分及其原料产品实现营收 6.52 亿元，同比+101.61%，收入占比 79.44%；合成香料产品实现营收 1.47 亿元，同比下降 11.89%，收入占比 17.89%；其他产品实现营收 0.22 亿元，同比上升 16.39%，收入占比 2.67%。公司主打化妆品活性成分及其原料产品，且近年来逐渐提高业务占比，未来有望超过 80%。

分地区来看，22H1 境外实现营收 7.06 亿元，同比增长 67.35%，收入占比 86.04%；境内实现营收 1.14 亿元，同比增长 31.88%，收入占比 13.96%。目前公司业务仍以境外市场为绝对主要市场，虽 22H1 由于人民币兑美元汇率的下降导致境外收入占比再一次提升，但国内营收占比仍高于 20 年及其之前水平，未来公司有望在开拓国内市场上进一步发力，提高抗风险能力。

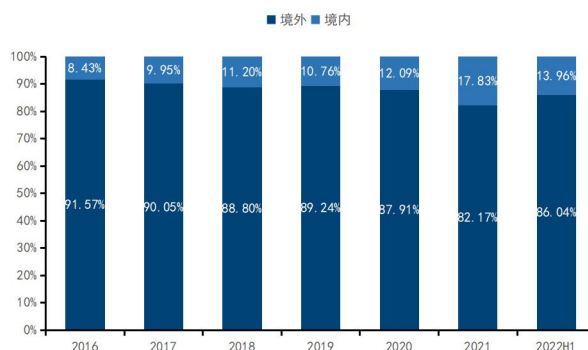
分销售模式来看，22H1 公司经销模式实现营收 0.82 亿元，收入占比 10.04%；直销模式实现营收 7.38 亿元，收入占比 89.96%，略有提升但未出现明显变化。

图5：公司分产品营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分地区营收占比

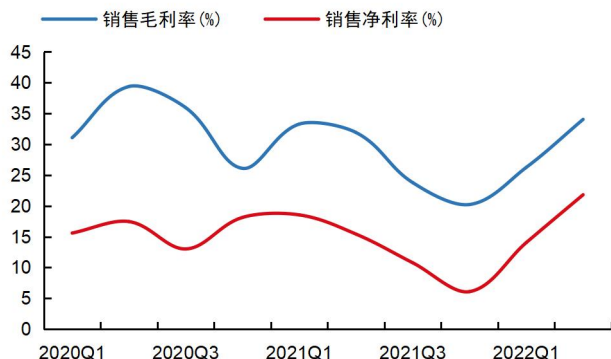


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利及营运能力：毛利率环比大幅提升，营运能力表现良好

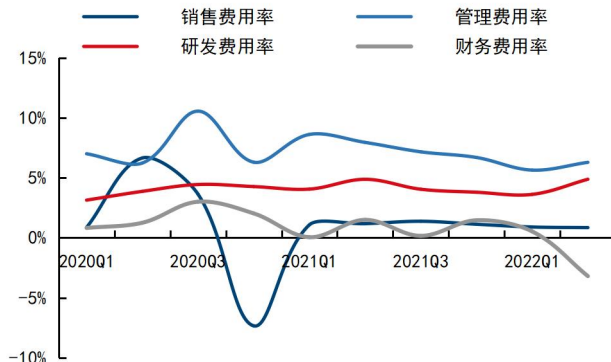
毛利率方面，公司 22H1 毛利率为 30.12%，同比略有减少 2.48pct，但受益提价措施的接连落地，22Q2 毛利率环比增加 7.78pct，同比提升 2.13pct。费用率方面，22H1 公司销售费用率为 0.87%，同比下降 0.25pct；管理费用率为 5.96%，同比下降 2.32pct；整体费用水平同比均有下降。此外，22H1 年研发费用率为 4.24%，继续维持高研发投入状态，重视研发的总体战略坚定不动摇。

图7：公司分季度毛利率、净利率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

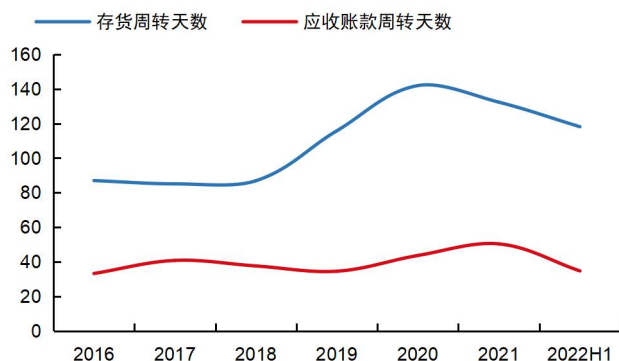
图8：公司分季度费用率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

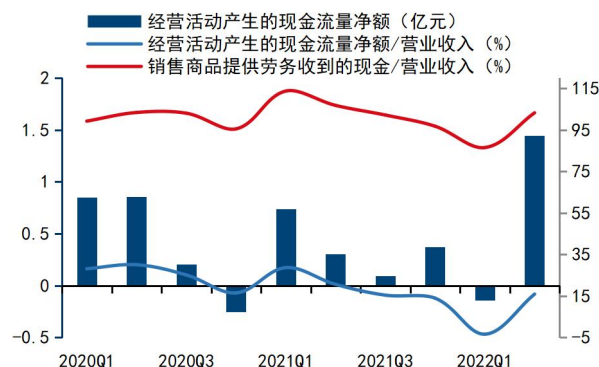
公司 22H1 存货周转天数为 119 天，同比下降 25 天，应收账款周款天数为 35 天，同比下降 10 天，表明营运能力有所提升；现金流方面，公司 22H1 经营性现金流净额为 1.30 亿元，同比上升 24.55%，销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 103.17%，由于 21H1 的高基数效应，同比下滑 3.56pct。

图9：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业分析：防晒市场规模扩增，香精市场稳步向前发展

防晒行业：市场空间巨大，头部集中趋势明显

全球化妆品市场前景广阔，中国防晒市场稳步增长。除2015年由于欧元区需求疲软及主要化妆品市场巴西经济大幅衰退和2020年疫情冲击带来的下降外，全球化妆品市场总体上保持稳步上升态势。根据欧睿数据，2020年全球化妆品市场达到4841亿美元，折合约3.06万亿元人民币，随着疫情对经济的冲击逐渐缓解和中国市场的消费升级，化妆品市场在未来有望取得较大增长，2025年欧睿预测将达到6706亿美元。

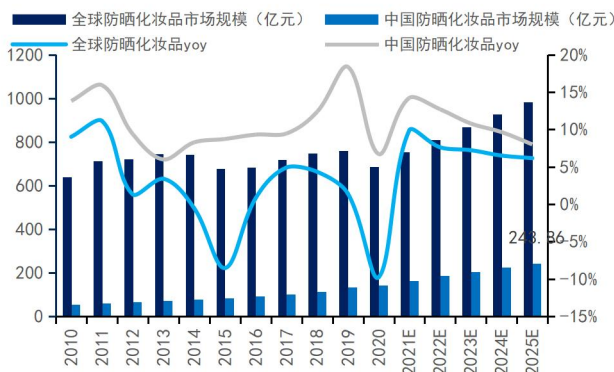
具体到防晒化妆品，全球防晒化妆品市场与全球化妆品市场波动趋势基本一致，整体呈上升趋势。值得注意的是，中国防晒化妆品市场自2010年起一直保持增长且增速高于全球水平，即使在疫情下出行受限制的2020年仍有6.72%的增速，中国防晒化妆品市场占全球市场的比例从2010年的8.39%涨至2020年的21.06%，随着中国消费者购买力不断增强以及护肤、防晒意识增强，未来仍有较大增长空间。

图11：全球化妆品市场规模及增速情况



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

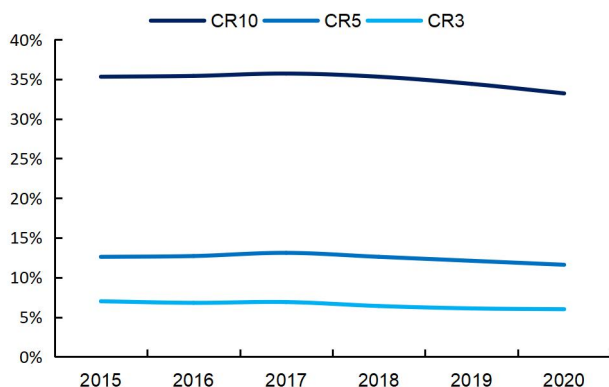
图12：全球与中国防晒化妆品市场规模及增速情况



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

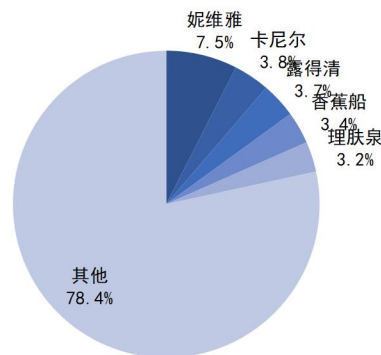
从品牌端来看，防晒化妆品品牌端竞争格局较为稳定，CR10 稳定在 35%左右。德国拜尔道夫公司旗下品牌妮维雅是该行业内领跑者，市占率常年保持在 8%左右，大幅度领先于其他品牌，其他主要品牌还有欧莱雅集团的卡尼尔和理肤泉、强生集团的露得清和伊洁维公司的香蕉船等。总体来看竞争格局稳定，历年品牌市占率排名小有变化。

图 13: 历年全球防晒化妆品市场市占率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

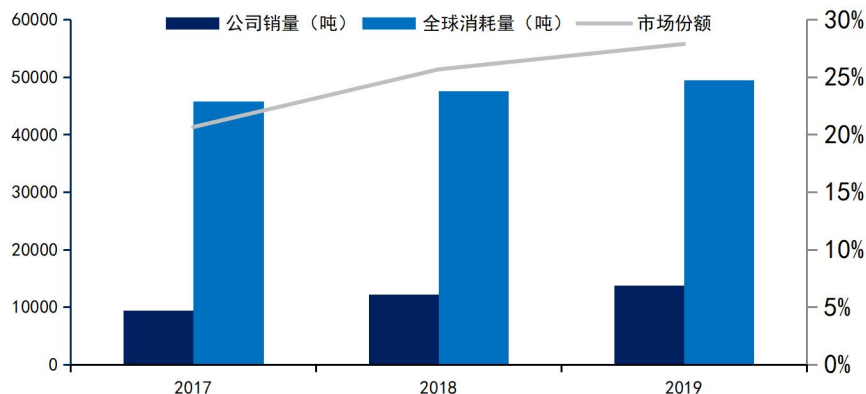
图 14: 2020 年全球防晒化妆品市场主要品牌市占率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从上游原料供应端来看，作为上游防晒剂原料的供应商，科思股份防晒剂全球市场份额超 20%且逐年上升。公司防晒剂销量自 2017 年起市场份额便超过 20%，2019 年公司防晒剂销量为 13799 吨，市场份额已达到 27.88%。

图 15: 2017-2019 年公司防晒剂市场份额情况



资料来源: 公司年报，国信证券经济研究所整理

公司在防晒剂市场的主要竞争对手有巴斯夫、德之馨、Chemspec 和美丰化工等，巴斯夫是全球最大的化工公司，业务涉及面广，其生产的对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克立林等产品与公司形成竞争。德之馨既是公司的主要竞争对手也是公司的主要客户，2019 年公司对德之馨营收为 6851 万元，为第三大客户，德之馨生产的原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯产品与公司形成竞争关系。另外印度 Chemspec 公司的原膜散酯、奥克立林等产品也与公司形成竞争关系。国内方面，黄石市美丰化工公司是主要竞争对手，主要竞争产品有二苯甲酮-3、奥克立林、阿伏苯宗，但其尚未通过美国 FDA 审核与欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 认证，品控体系与公司存在较明显差距。

表3：公司防晒剂领域主要竞争对手情况

主要竞争对手	简介	与公司形成竞争产品
巴斯夫（BASF）	巴斯夫成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一。巴斯夫（BASF）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。巴斯夫（BASF）在欧洲、亚洲、南北美洲的 41 个国家拥有超过 160 家全资子公司或者合资公司，是世界上工厂面积最大的化学产品基地。	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
德之馨（Symrise）	德之馨于 2003 年由 Haarmann&Reimer 和 Dragoco 两家公司合并而来，其历史最早可追溯至 1874 年。德之馨的业务主要分为 3 大板块，即香料香精、营养品、个人护理。2018 年，德之馨全球销售额超过 31 亿欧元。	原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯
印度 Chemspec 公司	印度 Chemspec 公司成立于 1978 年，主要生产各种原料药中间体和个人护理产品。活性医药物中间体产品包括氯沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦等。个人护理产品包括防晒产品、护发产品、护肤产品和抗菌剂。	原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯
黄石市美丰化工	美丰化工前身为铁山区赤东化工厂，创建于 1993 年。美丰化工成立于 2003 年 11 月 18 日，注册资本 100 万元人民币，是一家专业生产紫外线吸收剂系列产品及药物中间体的生产厂商。美丰化工已发展成为集日化防晒剂类添加剂、塑料和涂料添加剂、医药中间体等领域的研究、开发、生产、销售、服务于一体的高科技创新实体。	二苯甲酮-3、奥克立林、阿伏苯宗

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

国内化妆品行业管理趋严，新规落地利好国产龙头原料商。2021 年是中国化妆品行业监管新时代元年，《化妆品监督管理条例》自 21 年 1 月 1 日起施行，伴随而来的是对化妆品原料更加精细、严格的管理。21 年 5 月 1 日施行的《化妆品新原料注册备案资料管理规定》采取风险分类管理模式，规定对具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的较高风险化妆品新原料实行注册管理，且设定三年监测期，新原料注册人在监测期内应当每年报告新原料的安全使用情况。同时施行的《化妆品功效宣称评价规范》也规定到：宣称具有防晒功能的化妆品必须进行人体功效评价试验进行验证。化妆品行业监管从原先的重事前监管转向重事后监管，功效愈发重要，作为化妆品功效核心因素的化妆品活性成分成为功效时代的重中之重，公司作为深耕防晒剂二十余年、具有良好品控体系和研发优势的国产龙头化妆品原料商，未来有望进一步提升市场地位。

图 16：中国化妆品新规概览



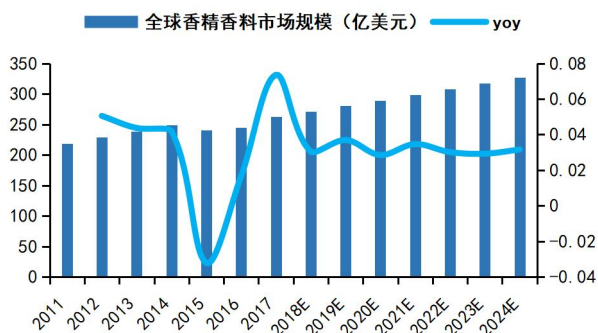
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

香精行业：全球市场竞争格局稳定，我国发展较为缓慢

香精全球市场规模不断扩大，亚洲市场逐渐占据主导地位。香精作为国民经济中不可或缺的重要原料，是食品、日化等重要行业的配套产业，随着全球经济的不断发展而需求量不断增加。根据 Leffingwell&Associates 数据，2017 年全球香料香精市场规模为 263 亿美元，2024 年预计能达 327 亿美元。而目前西欧、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，根据 IAL Consultants，2017-2022 年亚洲市场 CAGR 达 6.4%，逐渐成为香料香精市场发展的主要动力。

图17：全球香精香料市场规模稳步增加



资料来源：Leffingwell&Associates、国信证券经济研究所整理

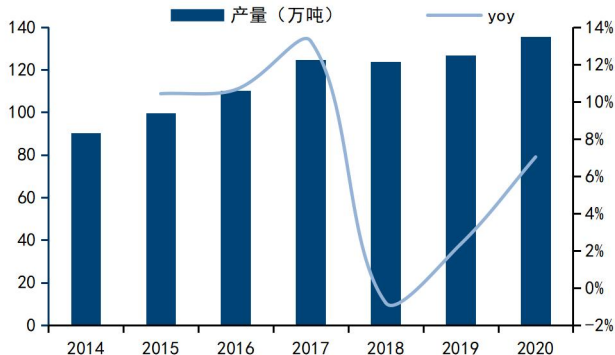
图18：亚洲市场成为香精香料市场主要贡献动力



资料来源：IAL Consultants、立鼎产业研究院、国信证券经济研究所整理

我国香精香料市场快速增长，2005-2020 年 CAGR 高达 8.77%。根据资料显示，2020 年我国香精香料市场规模为 459 亿元，15 年 CAGR 为 8.77%，随之产量也不断上升，相比 2014 年的 90.2 万吨 2020 产量已到 135.6 万吨，6 年 CAGR 为 7.03%，企业数量已经由 1980 年的 83 家，增加至 1000 余家。根据《香料香精行业“十四五”发展规划》的预计，到 2025 年，我国香料香精行业主营业务收入有望达到 500 亿元，年均增长 2%以上。

图19：2018 年以来我国香精香料产量增速不断上升



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

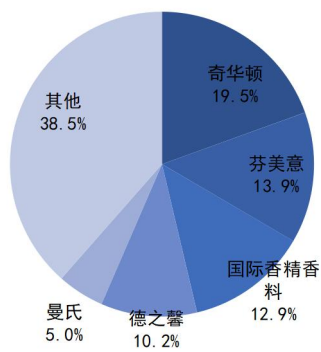
图20：我国香精香料市场规模不断扩大



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

全球香精香料市场已较为稳定，格局集中，我国还处于发展阶段。由于香料香精行业壁垒较高，全球香料香精的销售比较集中，自 2016 年以来世界前五大香料香精公司合计销售额占全球销售额已超过 50%，并且于 2017 年占比进一步扩大。而我国由于起步较晚，研发实力还未能比国际头部公司相比肩，香料香精行业整体集中度较低，CR5 仅 15%左右，年销售上亿的公司仅有 30 多家，与国际大公司相比企业规模仍然差距较大。

图 21：2017 年全球香精香料市场 CR5 达 61.5%



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司分析：夯实研发及产品实力，全方位打造防晒剂原料龙头

研发实力：注重创新能力、加大研发投入，技术壁垒得以显现

公司通过持续的创新能力和多层次技术储备优势奠定坚实研发基础。公司以技术创新为基础，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，在致力于化妆品活性成分及合成香料的研发和制造过程中积累了丰富的经验，储备了大量处于行业领先地位的专有技术，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。截至 2020 年末，公司已形成了 130 余项专利技术（其中包括 22 项产品发明专利），2021 年又新增专利申请 14 项，获得专利授权 23 项（其中发明专利 6 项）。

表4：公司核心技术介绍

技术名称	简介及公司优势	主要应用产品
高选择性加氢技术	在催化剂的作用下氢气与其它化合物反应获得产品的反应技术，公司通过研发优化，不仅能实现碳碳双键、醛、酮、氰基、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。	铃兰醛、异佛尔醇（中间体）
绿色氧化反应技术	反应底物失去电子形成新化合物的反应，技术优化过程中公司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。	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛
Friedel-Crafts 烷基化反应技术	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。公司成功开发了以催化量的布朗氏酸催化 Friedel-Crafts 烷基化反应的工艺，该工艺对叔丁基甲苯的选择性达到 99%以上，收率达到 98%以上，具有催化剂用量小、效率高、选择性高，产生的三废少等优点。	对叔丁基甲苯
Friedel-Crafts 酰基化反应技术	芳烃与酰基化试剂如酰卤、酸酐、烯酮等在 Lewis 酸（通常用无水三氯化铝）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的同时大幅提升原料转化率和产品选择性，同时开发三氯化铝母液的副产转化工艺，实现了产品和副产的联产。	双-乙基己氧基苯甲氧基苯基三嗪、对甲氧基苯乙酮、合成乙酮
亚甲基缩合反应技术	指活化亚甲基化合物（可提供 α -活性氢）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。公司已积累了非常丰富的生产经验，如克莱森缩合提高了产品品质和产率，降低了产品的制造成本的同时大大降低了三废处理成本；羟醛缩合提高原料的转化率的，同时，有效抑制了副反应，降低了异构体含量。	阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲基苯甲氧基樟脑、依托立林
醚化反应技术	分子间反应形成醚键的一类缩合反应。公司在醚化反应方面已经形成了独特的技术。如对甲氧基苯甲醛生产工艺，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，同时卤代芳烃直接醚化等研究方面取得了突破，已具有中试意义。	双-乙基己氧基苯甲氧基苯基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛
酯化反应技术	醇和羧酸反应合成羧酸酯的反应。公司通过筛选不同的布朗氏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。同时开发了多种固体酸催化剂，使得对叔丁基苯甲酸甲酯合成工艺收率与布朗氏酸催化相当，已具有规模中试意义。	对叔丁基苯甲酸甲酯
MPV 化学还原技术	指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反应。公司在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。	合成茴脑
纳米研磨技术	利用特定设备通过强烈的机械研磨和碰撞使得物料粉碎到尺寸达到纳米级别。公司生产的防晒剂 P-M 采用该纳米研磨技术，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的需求。	P-M

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

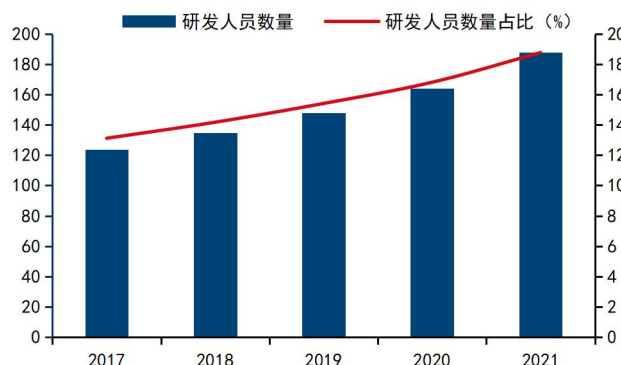
公司加大研发投入力度，完善创新体系建设。公司近年来不断加大对研发的投入，研发费用从 2016 年的 0.20 亿元上升到 2021 年的 0.45 亿元，2021 年研发费用率达 4.16%，同时研发人员也不断进行扩充，人员数量几近呈线性逐年递增，到 2021 年已有 188 名研发人员占比达 18.78%。另一方面，公司注重技术创新机制，持续完善科技创新激励机制和科研成果保护措施等创新体系来保证研发的顺利推进。

图22: 2021 研发费用率超 4%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图23: 研发人员逐年递增



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品情况：进军防晒剂和合成香料领域，多品类全面布局

公司作为全球主要防晒剂生产厂家之一，产品体系齐全。公司所生产的防晒剂在防晒化妆品市场上应用广泛，多品类的防晒剂能满足下游消费者对紫外线 UVA 和 UVB 波段的防晒需求，市场主流防晒产品中所含防晒剂成分公司均有生产。2017-2019 年公司在防晒剂领域占据市场份额分别为 20.65%、25.67%、27.88%，公司 2021 年防晒剂销售收入已占营业收入的 67.03%，同比增加 12.17%。生产的阿伏苯宗（AVB）、奥克立林（OCT）、对甲氧基肉桂酸异辛酯（OMC）、原膜散酯（HMS）四大防晒剂产品销售金额占比收入超过 10%。随着公司对于产品质量的严格把控以及产品矩阵的不断扩充，未来市场份额有望继续提高。

表5: 市场主流防晒化妆品所含防晒剂成分

防晒产品	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	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)
安热沙水能户外清透防晒乳		✓	✓			✓
怡思丁多维光护沁融水感防晒液	✓	✓			✓	✓
薇诺娜清透防晒乳			✓			✓
珂之秘水晶防晒喷雾	✓	✓	✓	✓	✓	✓
高姿多效倍护美白防晒喷雾		✓	✓		✓	✓
资莱皙美白防晒霜		✓	✓	✓		
资生堂新艳阳夏臻效水动力防护乳液		✓	✓		✓	✓
曼秀雷敦新碧户外骄阳防晒乳液			✓		✓	✓
珀莱雅轻享阳光羽感护肤精华防晒液		✓		✓	✓	✓
兰蔻轻透水漾防晒乳			✓			✓
露得清轻透防晒乳液	✓	✓		✓	✓	

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

公司作为国内较早投入生产合成香料产品的企业，产品具备较强的市场竞争力。如下表所示，公司主要生产甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等，特别是铃兰醛产品，目前全球能够进行大规模生产的制造商除公司外仅有巴斯夫、克拉玛，具备极强的产品优势。

表6：科思股份主要产品介绍

产品类型	主要产品名称	主要功能及用途	产品主要原材料
化妆品活性成分及其原料	阿伏苯宗 (AVB)	阿伏苯宗是一种主要的紫外线 UVA 防晒剂，属于化学防晒剂，是一种广谱紫外线吸收剂，可以吸收 UVA320~400nm 波段，几乎不吸收可见光，具有吸收率高、无毒、无致畸，对光和热的稳定性好等优点，特别适用于浅色透明制品，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中。	甲苯、苯甲醚、三氯化铝、异丁烯
	奥克立林 (OCT)	奥克立林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，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。它能同时吸收 UVA 和 UVB，是美国 FDA 批准的 I 类防晒剂，在美国和欧洲使用率较高。	二苯甲酮、异辛醇
	对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	对甲氧基肉桂酸异辛酯是 UVB 区紫外线的良好吸收剂，属于化学防晒剂，能有效防止 UVB290~320nm 的紫外线。它吸收率高，对皮肤无刺激，安全性好，是目前全世界范围内最广泛使用的紫外线 UVB 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。	对甲氧基苯甲醛、异辛醇
	原膜散酯 (HMS)	原膜散酯是一种紫外线 UVB 防晒剂，属于化学防晒剂，为无色透明液体，不溶于水，可吸收 UVB295~315nm 波段的紫外线，适合抗水配方。保护皮肤不受 UVB 照射的损伤，降低在阳光下暴晒造成的长期有害影响。	水杨酸甲酯、异佛尔酮
合成香料	水杨酸异辛酯	水杨酸异辛酯是一种较弱的紫外线 UVB 防晒剂，属于化学防晒剂，可以吸收 UVB 280~320 波段，水杨酸异辛酯作为 UVB 吸收剂使用于防晒化妆品中。虽然紫外线吸收能力较小，但相对于其他大多数防晒剂较安全，毒性较小，而且廉价，因此是人们较常使用的一类紫外线吸收剂。	水杨酸甲酯、异辛醇
	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪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，但能够吸收一部分可见光，易使制品泛黄。	间苯二酚、对溴苯甲醚
	对叔丁基苯甲醚 (TBB)	对叔丁基苯甲醚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，亦可作果实食品香料。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。	三氯化铝、苯甲醚
	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。	异丁烯、甲苯、甲醇
合成香料	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。	维生素 C 磷酸酯、盐酸
	铃兰醛 (LLY)	铃兰醛是一种无色或淡黄色油状液体，具有铃兰花香，香气纯正，幽雅柔和，留香时间长，首尾香气差异较小。在碱性介质中稳定，对皮肤刺激性小，深受调香师欢迎，广泛应用于日化香精中。	正丙醛、异丁烯、甲苯
	对叔丁基苯甲醛 (TBB)	对叔丁基苯甲醛具有醛类的特征香气，易于被空气氧化而变成对叔丁基苯甲酸，是药物、燃料、香料香精等精细化学品和电子化学品的重要原料，特别是在铃兰醛的合成中需求量很大。	异丁烯、甲苯
	对甲氧基苯甲醛 (PMOB)	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、香皂等。医药上用作抗组胺药物的中间体，如制抗菌素羟苄基青霉素等，少量也用作电镀增光剂等。在防晒剂工业，用于生产防晒剂对甲氧基肉桂酸异辛酯和对甲氧基肉桂酸异戊酯。	对苯酚、甲醇
其他产品	合成茴脑 (AT)	合成茴脑带有甜味，具茴香的特殊香气，广泛用于香精、香料、医药及食品，在牙膏和含漱液中广泛使用，还用作药物的矫味剂和矫气味剂、合成药物的原料及彩色照相的增感剂等。	三氯化铝、丙酰氯、苯甲醚
	2-萘乙酮 (β -U80)	2-萘乙酮是有机合成的原料，主要用以配制葡萄、草莓、柑橘和橙花等型香精；还可用于日化香精配方中，常用于肥皂、洗涤剂香精配方中。	三氯化铝、精奈
	对甲基苯乙酮 (TAP)	对甲基苯乙酮有强烈的山楂似香气及水果和花香，可用于配制金合欢型、紫丁香型等香精；可与香豆素、大茴香醛、洋茉莉醛共用于皂用薰衣草、香薇、素心兰、新刈草型中；可微量用于杏仁、香荚兰豆香型的食用香精中，还可少量用于烟草香精中。	三氯化铝、乙酐氯、甲苯
	对叔丁基苯甲酸 (BBA)	对叔丁基苯甲酸具有芳香酸的特征气味，可用作塑料添加剂，还用于生产对叔丁基苯甲酸甲酯，广泛应用于化学合成、化妆品、香料香精等行业。	异丁烯、甲苯

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

客户结构：依托国际知名企业，客户订单稳定且充足

公司下游客户稳定且优质，为公司未来的发展奠定了坚实的基础。公司作为化妆品活性成分和合成香料行业的领先制造企业之一，产品主要面向大型跨国企业为代表的国际主流市场。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、强生等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、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。由于大型跨国日用化学和香料香精企业对其原料供应商认证体系要求严格，供应商比较稳定不易更换，此外公司还与部分主要客户签署了长期销售合同，更加稳固合作关系。2021 年公司前五大客户销售额占营业收入 57.08%，近五年均保持在 50%以上的水平。

表7：公司前五大客户情况

年份	前五名客户名称	营业收入（万元）	占营业收入比例	合作历史
2019 年	帝斯曼（DSM）	44,585.92	40.52%	2015 年起
	亚什兰（Ashland）	10,639.32	9.67%	2013 年起
	德之馨（Symrise）	6,850.86	6.23%	2006 年起
	奇华顿（Givaudan）	6,183.07	5.62%	2003 年起
	上海禾稼贸易有限公司	3,908.73	3.55%	2011 年起
	合计	72,167.90	65.59%	-
2018 年	帝斯曼（DSM）	41,865.59	43.08%	2015 年起
	德之馨（Symrise）	8,456.53	8.70%	2006 年起
	亚什兰（Ashland）	6,174.34	6.35%	2013 年起
	奇华顿（Givaudan）	5,937.15	6.11%	2003 年起
	拜尔斯道夫（Beiersdorf）	4,091.82	4.21%	2016 年起
	合计	66,525.43	68.45%	—
2017 年	帝斯曼（DSM）	20,024.87	28.17%	2015 年起
	德之馨（Symrise）	7,712.79	10.85%	2006 年起
	亚什兰（Ashland）	7,656.75	10.77%	2013 年起
	Sun Cel Inc.	4,258.37	5.99%	2013 年起
	奇华顿（Givaudan）	4,096.69	5.76%	2003 年起
	合计	43,749.48	61.54%	—

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

与帝斯曼展开深度合作，合作研发 P-S、P-M 并独家供应。帝斯曼是公司的绝对主要客户，占总营收比例从 2017 年的 28.17% 增至 2019 年的 40.52%，远超公司其他客户。公司与帝斯曼合作开发了 P-S、P-M 产品，于 2016 年末建成生产线投产并向帝斯曼独家供应，仅该两项产品 2018 年销售额相较于上年便增长了 9164 万元，而公司原有产品同年对帝斯曼销售收入增长额为 1.16 亿元，远超对其他客户的销售额增长，帝斯曼的奥克立林、阿伏苯宗、原膜散酯等产品也是 100% 向公司采购。可见，公司自 2015 年起与帝斯曼公司加深合作是营收增长的重要原因。另外，公司也具备直供欧莱雅、强生、宝洁等终端国际美妆集团的能力，2019 年欧莱雅、强生对公司新增订单金额超 2000 万元，占公司总营收比重为 2% 以上。

表8：2018 年原有产品对帝斯曼销售收入的增加额显著超过其他主要客户

产品名称	收入（万元）		增加额（万元）	对帝斯曼的增加额（万元）	对其他客户的增加额（万元）
	2018 年	2017 年			
阿伏苯宗	15,759.18	15,146.42	612.76	2,200.02	-1,587.26
对甲氧基肉桂酸异辛酯	12,923.18	8,607.92	4,315.26	3,323.31	991.95
原膜散酯	9,539.68	6,428.49	3,111.19	2,944.53	166.66
奥克立林	9,303.60	6,935.12	2,368.48	2,227.34	141.14
水杨酸异辛酯	4,414.89	3,442.28	972.61	879.01	93.6
合计	51,940.53	40,560.23	11,380.30	11,574.21	-193.91

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

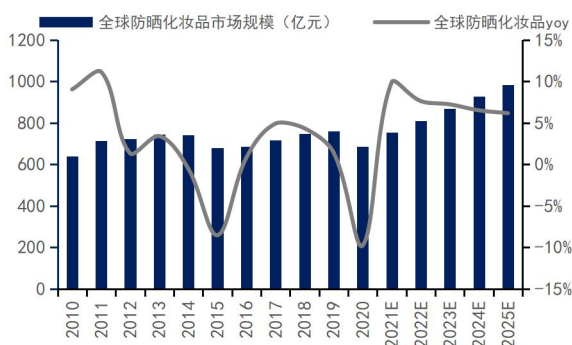
成长分析：短期提价修复盈利水平，中长期产能扩张叠加品类扩充驱动持续成长

量产驱动：防晒需求扩容，产能释放驱动收入持续增长

1) **需求端来看**：如前文所述，全球防晒市场规模不断提升，据欧睿统计全球防晒化妆品市场 2020 年市场规模为 685.67 亿元，预计到 2025 年能达到 983.14 亿元，5 年 CAGR 达到 7.47%。今年由于海外疫后户外出行需求的复苏，叠加世界多国创纪录高温，终端防晒需求提升明显。而公司业务目前仍以境外市场为主，从 2016 年以来海外营收占比均超 80%，因此公司防晒剂的销量将受下游防晒化妆品需求扩增而提升。

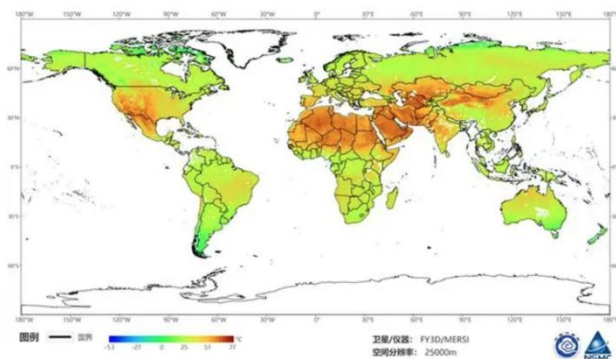
而目前中国防晒化妆品市场的渗透率仍低于全球平均水平，但随着中国消费者购买力不断增强以及护肤、防晒意识增强，防晒应用场景不仅仅局限于夏日户外，消费人群也从年轻女性拓宽至全年龄段人群，因此防晒品类不断增加，如专门男士、婴幼儿防晒的推出，妆前乳、粉底液中添加防晒剂隔离紫外线等。预计到 2025 年中国市场规模为 248.86 亿元，占全球市场比例达 25.31%。而科思也不断在开拓国内市场，国内营收占比已从 2016 年的 8.43% 提升到 2021 年的 17.83%，未来公司将不断受益于国内防晒渗透率的进一步增加，以及公司国内收入占比的提高。

图 24：全球防晒市场规模



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图 25：全球各地出现高温天气



资料来源：人民网、国信证券经济研究所整理

2) **公司产能情况来看**：首先，公司自身随着前期项目投产落地，营收水平有望进一步提高。目前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、二期以及马鞍山科思 14200t/a 防晒用系列产品项目已经开始投产，新增产能阿伏苯宗 2000 吨/年，水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯各 1500 吨/年，新型防晒剂辛基三嗪酮也能达到 1000 吨/年，2021 年已投产项目给公司新增营收共计 6199.89 万元。三个还在开工建设当中的项目也预计将于 2022 年年底投产，100%达产后马鞍山科思 2500t/a 日用化学品原料项目和安徽圣诺贝 500t/a 防晒系列产品扩建项目分别能实现 5.68 亿和 1.34 亿。

表9：公司募投项目情况介绍

项目名称	产品名称	项目进度	新增产能（吨/年）	总投资金额（万元）/拟使用募投资金（万元）	投产时间
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）	阿伏苯宗	已投料试生产	2000	35945.02/35945.02	2021.6.30
	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	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）	水杨酸异戊酯	已投料试生产	1500	1106.50/1106.50	2021.6.30
	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	辛基三嗪酮	已投料试生产	1000	924.60/924.60	2021.5.31
	中试装置	已投料试生产	/	581.98/581.98	
马鞍山科思 2500t/a 日用化 学品原料项目	二乙氨基羟苯甲酰基苯 甲酸己酯	2021Q4 开工	500	7200.41/4408.9	预计 2022.9
安庆科思个人护理品研发 项目	日用香原料、化妆品原 料及其他功能化学品	2022.3 开工	/	4500.00/2868.54	预计 2022.12
安徽圣诺贝 500t/a 防晒系 列产品扩建项目	双-乙基己氧苯酚甲氧 苯基三嗪	2022.5 开工	500	3542.84/3542.84	预计 2022.12

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新建项目加持进一步打开业绩成长天花板。而为进一步丰富公司业务结构、提升营业规模，公司于 2021 年 9 月 29 日和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》，预计建设年产 95,000 吨高端个人护理品及合成香料项目，共投资约 30 亿元人民币，达产后年产值约 43 亿元；同年 11 月 10 日公司又与南京江宁经济技术开发区管理委员会签署了《投资建设协议》，计划投资建设“高端个人护理品产业基地”，总投资约 5 亿元人民币。

表10：公司计划新建项目情况介绍

项目协议名称	协议时间	项目简介	项目投资及预计产值
《安庆高新技术产业开发区项目 投资合作协议》	2021.9.29	项目占地约 500 亩，建设年产 95,000 吨高端个人护理品及合成香料项目，新建生产车间、综合楼及配套设施。	项目总投资约 30 亿元人民币，分期实施，达产后年产值约 43 亿元。
与南京江宁经济技术开发区管理 委员会签订投资建设协议	2021.11.10	项目占地约 44 亩工业用地，计划投资建设“高端个人护理品产业基地”，建设内容包括高端个人护理品生产中心、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。	项目总投资 5 亿元人民币（含土地出让金）

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新型防晒剂稳步推进市场，拓宽产品矩阵，扩大市场空间。目前全球主流防晒产品公司均有生产，在此基础上公司又通过先进的工艺技术自主研发出了辛基三嗪酮（能够吸收 UVB+UVA 段紫外线，光稳定性和耐水性较强）和二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（光稳定性强，对自由基有很强的防护作用且易溶于油脂），具有单耗低、三废排放少的特点，且产线设计的自动化控制水平较高，产品市场竞争力较强。公司推出的新型防晒剂产品，既可以利用现有客户体系和供应渠道消化新增产能，与优质客户建立更为紧密的联系；又可以持续提升公司在防晒剂行业的市场地位，扩大市场规模，符合公司战略发展方向。

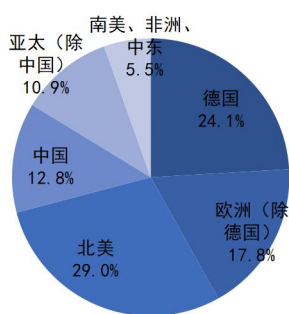
表 11: 新型防晒剂情况介绍

产品名称	产品简介	目前产品生产状态
辛基三嗪酮 (EHT)	是近年来发展起来的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。该产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。	在马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项目中已经投产,产能 1000 吨/年
二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)	是一种新型的 UVA 紫外线吸收剂,该产品的紫外吸收波段和传统的阿伏苯宗相近,而且光化学稳定性好,与其它油脂的复配性佳,可作为防晒剂在化妆品中被广泛使用。二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯特别对 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;并且具备很好的光稳定性,可以长时间维持效能。	在马鞍山科思 2500t/a 日用化学品原料项目中建设,已于 2021Q4 开工,预计 2022 年 9 月投产,产能 500 吨/年

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

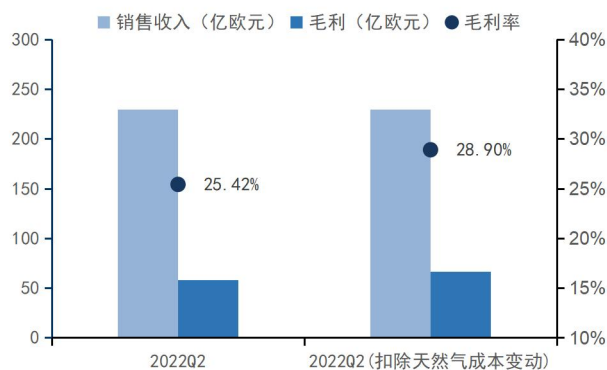
此外,海外竞争对手的可能减产有望推动公司产品的替代需求进一步提升。由于俄罗斯宣布无限期停止北溪管道向欧洲的天然气供应,短期内欧洲天然气供给出现严重危机。公司竞争对手如巴斯夫的欧洲基地销售额占比高达 40%,同时严重依赖天然气作为能源和原材料两方面供给来源。如危机短期持续无法解决,或可影响相关企业的生产销售,导致市场供给紧张。而公司生产地主要是国内,并不受此次危机直接影响,因此有望受益于替代需求带来的市场份额进一步扩大。

图 26: 2022H1 巴斯夫欧洲市场销售额占比超 40%



资料来源:巴斯夫 2022 中报、国信证券经济研究所整理

图 27: 巴斯夫因天然气价格上升导致毛利率下行



资料来源:巴斯夫 2022 中报、国信证券经济研究所整理

价格驱动: 提价传导, 利润水平有望持续修复

原材料价格的上涨, 短期内盈利水平预计得到修复。公司原材料苯酚、甲苯、异丁烯和异辛醇等作为基础化工原料, 与原油价格存在一定的关联性, 由下图显示价格走势基本相同, 因此受国际油价的抬升, 原材料成本价格也不断攀高。同时去年以来海运价格不断攀升, 同样导致成本费用增长。

另一方面, 由于防晒剂市场格局较为稳定, 下游价格传导机制较为清晰。因此, 公司自去年 Q4 起为应对上游系列涨价而进行了产品价格调整。由于公司与主要客户的报价周期一般分为季度、半年度和年度, 在协议期内公司会按之前约定执行销售价格, 因此提价效应相对滞后于成本的上涨。而随着今年 Q2 以来上游成本逐步回落, 公司提价短期将带来较为明显的利润弹性。

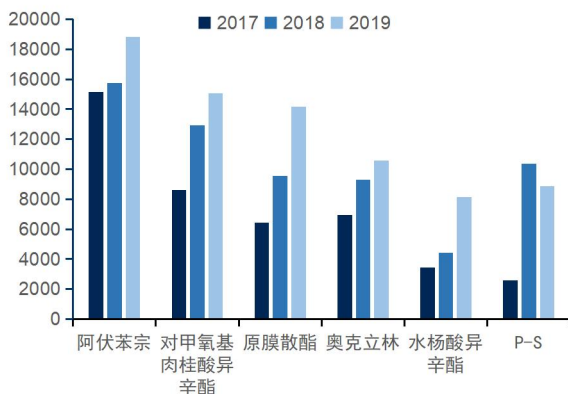
图28: 原材料价格受原油价格影响明显



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

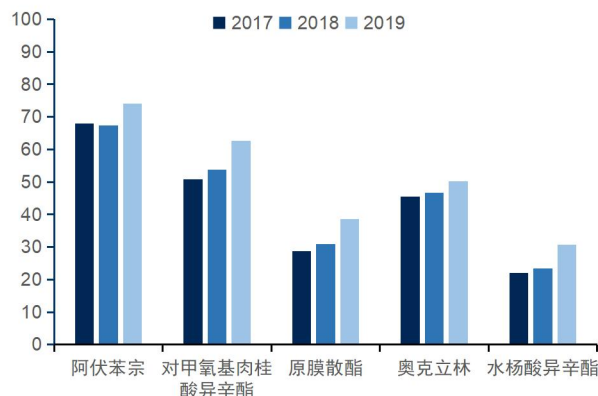
从2017-2019年的情况来看，随当时原材料价格不断上涨，为缓解成本压力公司于2019年将主要产品进行提价，单价的提升带动整体销售金额上行，进而也带动毛利率水平有所提高。因而随着2021年大宗商品价格再次抬升，公司从21年年底开始的陆续提价，有望带动公司整体产品价格进入上行阶段，预计22年全年盈利水平能够得到一定的修复。

图29: 公司化妆品活性成分产品销售金额(万元)



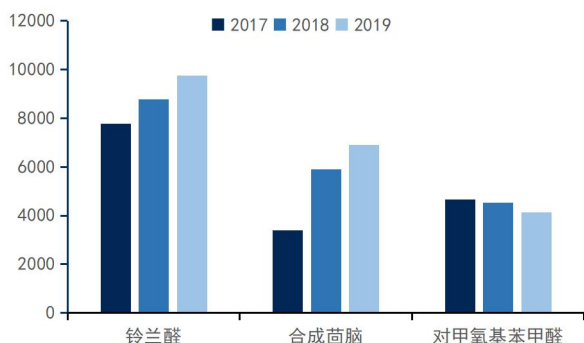
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图30: 公司化妆品活性成分产品销售单价(元/千克)



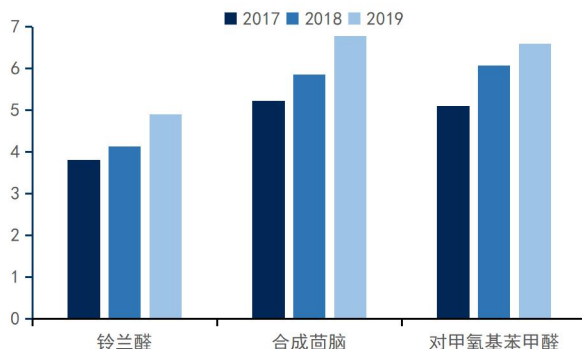
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图31: 公司合成香精产品销售金额（万元）



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图32: 公司合成香精产品销售单价（万元/吨）



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

长期发展：切入个护原料高增长赛道，打造新业务增长点

近期公司发行可转债拟募集 8.28 亿元用于高端个护原料项目，有望拓展品类充分分享个护原料需求红利。公司于 9 月 10 日公告向不特定对象发行可转换债券，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 6 年，扣除发行费用后，将全部投资于安庆高端个护及合成香料项目一期（6.01 亿元）和安庆科思化学年产 2600 吨高端个护项目（2.27 亿元）。若本次发行顺利推进，公司不仅能够通过新型广谱防晒剂 P-S 进一步提高公司防晒剂产品市场占有率，巩固细分市场龙头地位，而且进军产氨基酸表面活性剂和高分子增稠剂高增长赛道，进一步丰富产品结构，增强公司核心竞争力。

表 12: 可转债投资项目介绍

项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目（一期）	64,474.20	60,069.20
安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端个人护理品项目	25,657.25	22,730.80
合计	90,131.45	82,800.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目（一期）

安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目（一期）项目总投资额 6.45 亿元，拟投入募集资金 6.01 亿元。项目建设期为 2.5 年，建成达产后，可年产 1.48 吨高端个人护理品原料，其中氨基酸表面活性剂 1.28 万吨、高分子增稠剂 2000 吨。项目投资内部收益率（税后）为 13.44%，静态投资回收期（含建设期）为 7.98 年。

表 13: 安庆科思高端个护项目（一期）产品情况介绍

产品类型	产品名称	产品优势	产能规模（吨/年）
氨基酸表面活性剂	椰油酰甘氨酸钠	氨基酸表面活性剂是以生物物质为基础的表面活性剂，相对于目前市场上使用较多的含有硫酸盐成分的阴离子型表面活性剂，具有优良表面活性、皮肤刺激性小、生物降解性好、抗菌性好等特点，可广泛应用于护肤和高端洗护产品。	5500
	椰油酰甘氨酸钾		3000
	甲基椰油酰基牛磺酸钠		4300
高分子增稠剂	卡波姆	通常用来调节液体的黏度、改善凝胶体系的触变性能和提高成品的稳定性，与常用的增稠剂相比，卡波姆具有更好的安全性、稳定性、防腐性和流变性。	2000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

具体我们来看项目的生产涉及原料：

1) 氨基酸表面活性剂

从产品情况来看，氨基酸表面活性剂作为化妆品和个护产品原材料的重要类型，主要起到清洁、润湿、乳化、分散、发泡、增溶等作用。相对于目前市场上常用的含有硫酸盐成分阴离子型表面活性剂，氨基酸表面活性剂以生物物质为基础，具有优良表面活性、皮肤刺激性小、生物降解性好、抗菌性好等特点。

从应用前景来看，氨基酸表面活性剂的市场空间巨大。根据 Euromonitor 报告显示，2016-2021 年中国氨基酸衍生物类表面活性剂消耗量的复合增速达到 23.9%，大幅高于表面活性剂的整体水平。随着化妆品和个护领域的市场渗透率不断上升，未来氨基酸表面活性剂具有良好市场前景。

表 14：氨基酸表活部分应用产品

产品应用	椰油酰甘氨酸钠	椰油酰甘氨酸钾	甲基椰油酰基牛磺酸钠
	安妍科氨基酸泡沫洁面乳	美丽芳丝净润洗面霜	香奈儿柔和净肤泡沫洁面乳
	兰蔻净澈焕肤洁面乳	雪花秀顺行柔和洁面泡沫	适乐肤舒缓净颜泡沫洁面啫喱
Homefacial Pro	氨基酸温和净润洁面乳	珀莱雅氨基酸净润洁面乳	蒂可丽苦橙花粹泡沫洁面乳
	旁氏水润柔嫩洁面乳	多芬润泽洁面乳	茵芙莎水润清新洁面泡沫
	赫莲娜纯净沁润洁面泡沫	黛珂 AQ 舒活洗颜霜	肌肤之钥净采洗面膏

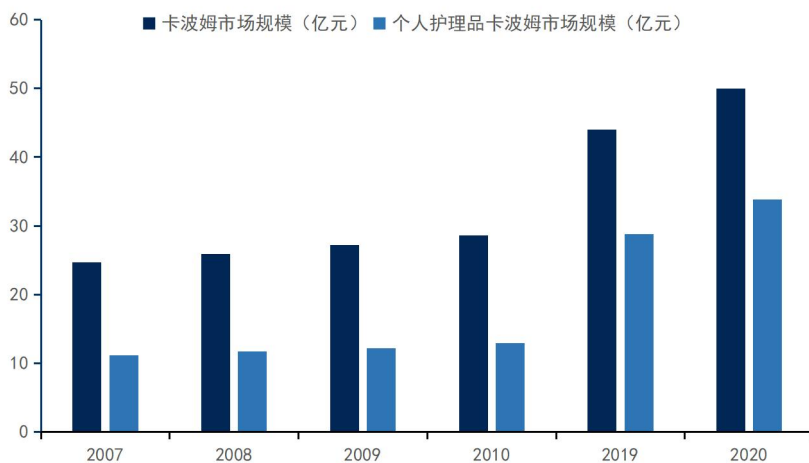
资料来源：天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

2) 高分子增稠剂——卡波姆

我国卡波姆产量较低，以进口为主，价格较高。卡波姆作为一种高分子水溶性增稠剂，通常用来调节液体的黏度、改善凝胶体系的触变性能和提高成品的稳定性。目前在全球市场上美国路博润占有率超过 80%，国内仅天赐材料等企业有一定生产规模，因此国内对卡波姆以进口为主，价格较高。

未来卡波姆销量有望实现爆发增长。一方面，据 QY Research 统计，2020 年个人护理及化妆品行业对于卡波姆的消费量达到卡波姆总消费量的 67.76%；另一方面卡波姆还可以添加于乙醇中生产乙醇凝胶产品，因此未来个护消费的强势增长和公共卫生领域市场需求的提升将进一步带动卡波姆市场规模的增长。如果公司能够顺利释放产能，不仅能够缓解国内卡波姆产能紧张情况，同时能够对国外产品形成有力竞争，在价格优势下抢占市场份额。

图 33: 卡波姆市场规模情况



资料来源: QY Research、国信证券经济研究所整理

◆ 安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端个人护理品项目

项目总投资额 2.57 万元, 拟投入募集资金 2.27 万元。项目建成达产后, 可年产 1,000 吨双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 和 1,600 吨 P-S 中间体 RET。项目投资内部收益率 (税后) 为 15.59%, 静态投资回收期 (含建设期) 为 7.26 年, 整体回报情况良好。

具体看项目原料情况: P-S 作为一种新型广谱防晒剂, 能够全面防护 UVA、UVB 波段, 具有良好的脂溶性和较高的光稳定性, 可以与其他化学防晒剂搭配使用并显著增加其 SPF 值。

据 Euromonitor 数据, 2019-2021 年 P-S 防晒剂消耗量复合增速为 10%, 在防晒剂品类位居前三, 具备广阔的市场空间。2019 年公司防晒剂销量占全球市场份额为 27.9%, 本项目顺利投产后, P-S 产能将扩大至 2,000 吨/年, 防晒剂业务规模将进一步放大, 公司在防晒剂领域的龙头地位将得到进一步巩固和提升。

总结来看, 若本次发行顺利落地, 公司有望持续在防晒剂领域巩固龙头地位, 同时切入高端个人护理原料领域打造新的利润增长点: 1) 防晒剂产能不断扩张, 同时叠加个人护理原料产品的推出, 下游旺盛需求有望刺激收入实现稳定持续增长, 公司的议价能力和抗风险能力进一步提升; 2) 通过自身雄厚的技术实力和丰富的生产经验, 公司进军高端原料领域, 研发高溢价产品, 从而可以提升整体盈利水平; 3) 公司不断丰富产品结构, 扩大产品品类, 持续分享下游美妆行业景气度, 有望实现从防晒剂龙头向综合平台型原料商的战略性转变。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下分析：我们首先分产品品类对公司营收进行分拆预测，按照产品品类来划分，公司产品可以大致分成化妆品活性成分及其原料和合成香料两大类。对于每一类别的产品，我们根据公司已投产产线来确定产能，并根据产能利用率和产销率的合理预测，得出每年不同产品的销量，最终根据产品单价的预测得出最终营收。

核心假设

1、行业需求保持稳健增长：目前来说，国内化妆品行业对比国际成熟市场，整体渗透率以及客单价水平仍有巨大的增长空间。而国内防晒剂市场受益于消费升级以及防晒意识增强，下游需求不断扩增，是行业中增长最快的细分赛道之一。同时国内化妆品行业监管趋严，不断出清中小不合规企业，马太效应愈发显著。

参考欧睿的数据预测，预计未来三年化妆品行业的整体增速仍将保持双位数以上，而我国防晒剂市场自 2010 年起一直保持增长且增速高于全球水平，预计到 2025 年中国市场规模为 248.86 亿元，未来三年增速有望保持 10% 左右的增长水平。

2、公司营收不断提升：

1) 化妆品活性成分及其原料：考虑到公司去年年中三条投产产线今年能够实现满产状态，三条在建产线预计于今年投产，募投项目产能逐渐落地，新增产品产能的逐渐释放；以及可转债募投项目预计 2.5 年后正式投产，共有 1.48 万吨高端个护原料和 2600 吨防晒剂实现新增，预计公司 2022-2024 年产能分别达到 3.23/3.42/3.73 万吨。

随着海内外疫情的恢复，防晒市场需求有望持续恢复增长，以及防晒市场格局的优化，公司当前产能利用率和产销率均有望持续提升。我们预计未来三年公司销量分别为 16.69/18.72/21.83 万吨。

另一方面，随着原材料成本的上涨，公司也从去年年底对产品进行提价，再考虑到公司不断研发推出新型防晒和高端个护原料，产品的优秀性能和市场稀缺度导致售价会高于普通产品，我们预计未来产品单价会持续有所提升，2022-2024 年为 7.68/8.37/8.79 元。

综上假设，预计公司化妆品活性成分及其原料 2022-2024 年分别实现营业收入 12.81/15.67/19.19 亿元，同比+75.28%/+22.27%/+22.47%。

2) 合成香料：随着募投项目扩增产能叠加合成香料持续高水平的产能利用率，我们预计未来三年实现销量 0.72/0.76/0.78 万吨；同时产品销售单价也根据上游成本的提高而上涨，预计 2022-2024 年单价为 5.34/5.55/5.72 元。

综上假设，预计公司合成香料 2022-2024 年营业收入分别为 3.86/4.20/4.49 亿元，同比+19.45%/+9.00%/+6.77%。

综合其他业务的收入情况，我们预计公司 2022-2024 年整体分别实现营业收入 17.11 亿元/20.37 亿元/24.23 亿元，分别同比+56.90%/+19.09%/+18.92%。

3、利润端预测

1) 毛利率方面，对于化妆品活性成分及其原料，一方面从 21Q4 开始提价措施逐

渐落地，虽然原料成本也有所上涨，但整体来说盈利水平得以修复，同时新型防晒和高端个护原料这些高溢价产品的不断推出也会带来毛利率的升高。因此我们预计 2022-2024 年毛利率水平为 33.2%/33.8%/34.1%。

而对于**合成香料**，2022 年虽然公司也有所提价但整体幅度不高，同时由于原料端成本大幅上升，带来毛利率下行压力，但随着规模效应的体现以及未来成本有所回落，毛利率有望稳步回升。预计 2022-2024 年毛利率水平为 29.6%/30.3%/30.9%。

综上，预计公司 2022-2024 年综合毛利率分别为 31.53%/32.24%/32.72%。

2) **费用率方面**，随着公司业务扩张带来的规模效益逐渐体现，以及管理机制的改善，公司整体费用率有望控制良好且趋于稳定。但由于公司整体出口占比较高，同时公司今年因人民币汇率贬值而产生较大汇兑收益，预计财务费用因此受到较大增益影响，未来随着汇率提升，汇兑损益有望再次趋于稳定。

表 15: 公司业务分拆情况

	2021	2022E	2023E	2024E
营收合计（百万元）	1,090.42	1,710.82	2,037.48	2,422.96
YOY	8.13%	56.90%	19.09%	18.92%
化妆品活性成分及其原料营收（百万元）	730.93	1,281.19	1,566.54	1,918.51
YOY	12.17%	75.28%	22.27%	22.47%
毛利率	28.47%	31.00%	31.60%	32.70%
产能（吨）	29,100.00	32,301.00	34,239.06	37,320.58
YOY	22.27%	11.00%	6.00%	9.00%
产量（吨）	15,278.59	20,349.63	24,309.73	29,110.05
YOY	4.12%	33.19%	19.46%	19.75%
销量（吨）	11,233.47	16,686.70	18,718.49	21,832.54
YOY	11.14%	48.54%	12.18%	16.64%
单价（万元/吨）	6.51	7.68	8.37	8.79
YOY	0.92%	18.00%	9.00%	5.00%
合成香料营收（百万元）	322.79	385.59	420.30	448.75
YOY	1.83%	19.45%	9.00%	6.77%
毛利率	27.34%	24.00%	26.00%	27.00%
产能（吨）	12,200.00	12,322.00	12,445.22	12,569.67
YOY	24.49%	1.00%	1.00%	1.00%
产量（吨）	11,010.11	11,459.46	11,822.96	12,066.89
YOY	21.29%	4.08%	3.17%	2.06%
销量（吨）	6,466.75	7,219.46	7,566.69	7,843.48
YOY	15.59%	11.64%	4.81%	3.66%
单价（万元/吨）	4.99	5.34	5.55	5.72
YOY	-11.91%	7.00%	4.00%	3.00%
综合毛利率	26.76%	31.53%	32.24%	32.72%
管理费用率	7.27%	6.40%	6.30%	6.25%
研发费用率	4.16%	4.15%	4.10%	4.07%
销售费用率	1.18%	0.90%	0.85%	0.82%
归母净利润（百万元）	133	301	368	448
YOY	-18.7%	126.6%	22.2%	21.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上，我们预计公司 2022-2024 年分别有望实现归母净利润 3.01 亿元/3.68 亿元/4.48 亿元，分别同比+126.6%/+22.2%/+21.7%，对应 EPS 分别为 1.78 元/2.17 元/2.64 元/股。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：74.14-85.62 元

我们采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，2022 年受到上游提价的影响，预计整体营收和利润大幅提高，同时新增产品产能的逐渐释放，可转债募投项目预计 2.5 年后正式投产，预计 2024 年营收增长率会再次升高，随后考虑到高基数的影响，整体营收增速缓慢下落。同时随着新型防晒剂的不断推出，预计会带动公司整体毛利率也有所提高。费用率方面，随着公司业务扩张带来的规模效益逐渐体现，以及管理机制的改善，公司整体费用率有望控制良好且趋于稳定。

表 16：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	13.23%	-8.35%	8.13%	56.90%	19.09%	18.92%	18.50%	18.00%	17.80%	17.60%	17.40%	17.20%
营业成本/营业收入	69.24%	67.02%	73.24%	68.47%	67.76%	67.28%	67.00%	67.00%	67.00%	67.00%	67.00%	67.00%
管理费用/营业收入	5.95%	7.13%	7.27%	6.40%	6.30%	6.25%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%
研发费用/营业收入	3.11%	3.85%	4.16%	4.15%	4.10%	4.07%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%
销售费用/销售收入	3.27%	0.91%	1.18%	0.90%	0.85%	0.82%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
营业税及附加/营业收入	0.73%	0.83%	0.79%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税税率	13.67%	15.08%	14.16%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%
股利分配比率	21.08%	14.04%	12.74%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用公司所处的 SW 美容护理板块过去 100 周的 beta 算术平均数 0.87；无风险利率取 10 年期国债收益率 2.68%；股票风险溢价取沪深 300 指数过去 5 年年化收益率与无风险利率之间的差值；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%，由此计算得出公司的 WACC 为 7.47%。

表 17：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.87	T	14.30%
无风险利率	2.68%	Ka	7.47%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	0.88
公司股价	64.43	Ke	7.50%
发行在外股数	169	E/(D+E)	99.09%
股票市值(E)	10909	D/(D+E)	0.91%
债务总额(D)	100	WACC	7.47%
Kd	4.90%	永续增长率（10 年后）	2.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

按以上分析，并采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间为 74.14 元/股-85.62 元/股，中值为 79.46 元/股。

表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.1%	7.3%	7.47%	7.7%	7.9%
永续 增长 率变 化率	2.6%	96.17	91.41	87.05	83.04	79.35
	2.4%	92.83	88.40	84.32	80.56	77.09
	2.2%	89.77	85.62	81.80	78.26	74.99
	2.0%	86.95	83.06	79.46	76.13	73.03
	1.8%	84.34	80.68	77.29	74.14	71.20
	1.6%	81.92	78.47	75.26	72.28	69.49
	1.4%	79.67	76.41	73.37	70.53	67.88

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 74.76-78.32 元

1、首先, 我们从横向的产业链环节考虑, 公司所属产业链环节为精细化工, 参考公司招股书所列举比较公司以及自身业务, 相关企业主要包括: 爱普股份、新和成等。由于所处的产业有所不同, 受下游需求和经营格局的不同影响的, 相关企业财务对比存在一定差异性。

1) 从主营业务类型来看: 爱普股份主要从事香精香料、食品添加剂、日用化学品的生产, 食品配料占到主营收入 76.12%; 新和成作为生产原料药、食品添加剂、香精香料等精细化工企业, 相关医药化工产品营业收入维持在 90%以上。综合来看, 爱普股份和新和成的下游主要还是在食品、医药等消费行业, 和科思股份下游行业存在一定的类似性。同时下游主要客户多为大型公司, 业务稳定性较高。

表 19: 主要精细化工公司业务分析

公司	主营业务情况介绍
科思股份	公司主要生产化妆品活性成分及其原料营收和合成香料, 其中化妆品活性成分原料 2021 年营收占比为 67%, 主要为防晒剂, 未来还会有其他高端个人护理原料的加入, 预计整体占比会不断提高。
爱普股份	主要产品包括: 香料 (含合成香料和天然香料)、香精 (含食用香精和日用香精)、食品配料 (主要包括工业巧克力和果酱), 同时经销国际知名品牌的乳脂制品 (主要包括黄油、奶酪、淡奶油等)、可可及巧克力制品、水果制品等食品配料。2021 年食品配料占到主营收入 76.12%。
新和成	主要从事营养品、香精香料、高分子新材料、原料药生产和销售, 以化工和生物两大核心平台不断发展各类功能性化学品, 公司已成为世界四大维生素生产企业之一。近几年相关医药化工产品营业收入均维持在 90%以上。

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2) 从财务数据角度来看: 爱普股份和新和成在今年受到疫情影响有所营收增速有所放缓, 但过去三年的收入和利润复合增速均维持正增长水平, 22H1 的毛利率分别为 15.97%和 39.80%。虽然科思股份整体规模小于爱普股份和新和成, 但受益于下游需求扩张, 今年以来营收同比增速较高, 且盈利水平逐步改善, 公司 22H1 的毛利率和净利率分别为 30.12%、17.90%, 高于爱普股份的 15.97%、7.17%, 低于新和成的 39.80%、27.07%。

表 20: 科思股份化工行业可比公司财务数据情况

指标	科思股份 300856. SZ	爱普股份 603020. SH	新和成 002001. SZ
2022H1 营业收入（亿元）	8.20	15.91	82.15
yoy	61.29%	-5.99%	13.24%
18-21 年复合增速	3.91%	10.19%	19.45%
2022H1 归母净利润（亿元）	1.47	0.91	22.14
yoy	69.79%	-25.29%	-8.08%
18-21 年复合增速	15.27%	19.64%	11.99%
22H1 毛利率（%）	30.12	15.97	39.80
22H1 净利率（%）	17.90	7.17	27.07
总市值（亿元，截至 10 月 11 日）	109.09	36.64	656.20
PE（2021 年）	53.67	28.89	18.56

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2、其次，我们从纵向的产业分类考虑，公司所述的产业为化妆品行业。公司生产的化妆品活性成分及其原料类产品为所处行业的上游环节，因此我们选取华熙生物和贝泰妮作为可比公司，但由于相关公司所处的产业链地位不同，同样存在财务数据上的差异性。

1) 从产品类型来看，华熙生物为透明质酸原料龙头公司，凭借领先的生物发酵技术使得透明质酸整体产能达到 770 吨，同时也在积极推进其他多种生物活性物进入市场；贝泰妮虽然是化妆品品牌公司但深耕于植物原料开发，在植物提取方面具有较强的技术优势，同时贝泰妮在防晒产品上也建树不断，目前防晒产品占比达到 15%左右，618 期间“清透防晒乳”系列单品爆卖超 100 万支；而科思股份也是化妆品原料的龙头公司，并作为防晒产品的上游为各大品牌提供防晒剂支持。

2) 从经营策略来看，华熙生物以透明质酸起家，同时不断在合成生物领域进行产品创新，研发出 GABA、依克多因、麦角硫因等生物活性原料，逐渐形成原料、医疗终端、功能性护肤品以及功能性食品四大业务体系；贝泰妮主打敏感肌修护品牌“薇诺娜”，但同时不断推进在婴幼儿护肤、高端抗衰等领域的新品牌布局，完善皮肤大健康生态的建设。而科思股份以防晒剂为主要收入来源，但也涉及香精香料行业，目前收入占比近 30%，同时也在不断开发高端个人护理原料，扩充产品类型，不断向综合平台型原料商进行转变。

3) 财务数据来看，科思股份的整体成长稳定性及盈利水平低于华熙生物和贝泰妮，主要由于科思股份与华熙生物、贝泰妮所处的产业链地位不同，华熙生物及贝泰妮的主要业务属于产业的品牌环节，运营相对轻资产且产品加价倍率较高，受上游原材料成本价格波动敏感性较低。因而毛利率水平较高，且盈利水平较为稳定。

表 21：科思股份化妆品行业可比公司财务数据情况

指标	科思股份 300856.SZ	华熙生物 688363.SH	贝泰妮 300957.SZ
2022H1 营业收入（亿元）	8.20	29.35	20.50
yoy	61.29%	51.58%	45.19%
18-21 年复合增速	3.91%	57.63%	48.01%
2022H1 归母净利润（亿元）	1.47	4.73	3.95
yoy	69.79%	31.25%	49.06%
18-21 年复合增速	15.27%	22.67%	49.06%
22H1 毛利率（%）	30.12	77.43	76.90
22H1 净利率（%）	17.90	15.91	19.23
总市值（亿元，截至 10 月 11 日）	109.09	613.24	703.18
PE（2021 年）	53.67	95.28	94.39

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

综合比较公司与可比公司所处的产业特点和产业链地位、未来公司的发展方向，以及公司与可比公司财务表现的差异性。我们认为在所处赛道成长性的加持，以及公司自身多元化业务的积极拓展下，公司估值应高于可比精细化工行业企业平均估值水平，但同时考虑公司所处产业链地位，以及所导致的盈利和成长的持续稳定性，应低于可比化妆品品牌公司的估值水平。因此，我们综合可比公司加权平均值，最终给予公司 2022 年 42-44xPE，对应合理价值区间为 74.76-78.32 元。

表 22：同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 （元）	总市值 （亿元）	EPS			PE			PEG
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2022E
603020.SH	爱普股份	-	9.56	37	0.49	0.48	0.60	28.89	19.92	15.93	-6.04
002001.SZ	新和成	-	21.23	656	1.68	1.57	1.86	18.56	13.52	11.41	1.09
688363.SH	华熙生物	增持	127.47	613	1.63	2.22	2.97	95.28	57.42	42.92	1.60
300957.SZ	贝泰妮	买入	166.00	703	2.04	2.81	3.80	94.39	59.07	43.68	1.56
	加权平均值								42.98	32.41	
300856.SZ	科思股份	增持	64.43	109	1.18	1.78	2.17	53.67	36.20	29.69	0.38

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测，注：数据时间为 10 月 11 日收盘价；未评级公司爱普股份、新和成预测来自 wind 一致预期

投资建议：防晒剂行业龙头标的，给予“增持”评级

全年来看，随着海外疫后户外出行需求的复苏，以及终端防晒品类需求近年来的持续提升，有望支撑公司收入端稳健高增长；而原材料成本上涨驱动产品提价，叠加人民币贬值因素带来的汇兑收益，公司利润弹性有望得到继续释放。

长期来看，在全球防晒剂行业的快速扩张以及品牌竞争格局稳定的前提下，公司依托坚实的研发基础全品类布局防晒剂领域，并绑定国际知名企业作为稳定且优质的下游客户，从而实现稳健成长。同时通过积极拓展新个护原料业务布局，进一步打开中长期成长空间。

我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 3.01 亿元/3.68 亿元/4.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.78 元/2.17 元/2.64 元/股，对应 PE 分别 36/30/24 倍。综合绝对及相对估值，给予公司合理价值区间为 74.76-79.46 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 74.76-79.46 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.68%、风险溢价 5.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的精细化工行业爱普股份和新和成,以及化妆品制造业华熙生物和贝泰妮作为可比公司,并将它们的 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的龙头地位和成长性,,给予了一定的估值溢价,可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 57%/19%/19%,可能存在对公司项目投产落地及产品价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 32%/32%/33%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司可转债募投项目 2-3 年投产,若实际投产推迟、达产不及预期,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

募投项目不达预期的风险:在募集资金投资项目实施过程中,公司面临着技术进步、产业政策变化、市场变化、管理水平变化等诸多不确定因素,如果募集资金投资项目建成后市场情况发生重大变化或市场开拓未能达到预期效果,公司可能面临订单不足导致产能利用不足的风险,或者未来产品销售价格出现较大下降,公司净资产收益率将可能出现下降的风险。

主要原材料价格波动风险:公司主要原材料为化工原料,其价格受国际形势、国内宏观经济变化和供求关系等多种因素的影响,未来化工原料价格变动的不确定性,仍将会对公司盈利情况产生一定的风险。

原材料供应风险:公司产品所需原材料主要是精细化工原料,随着社会对环境保护的日益重视,我国政府环境保护力度的不断加强,近年来部分供应商受环保制约影响较大,存在不能及时、足量供货或大幅涨价的情形。如果未来原料供应市

场发生不利变化，如价格波动或供应短缺等，而发行人未能及时找到替代供应商或其他解决方案，将对发行人生产经营产生一定的不利影响，进而给发行人的销售收入和利润水平带来不利影响。

客户依赖风险：公司与帝斯曼、亚什兰、拜尔斯道夫、德之馨、欧莱雅、默克、奇华顿、芬美意、IFF、曼氏、高露洁等国际知名香料香精和化妆品生产经营企业建立起了稳定长期的合作关系。如果公司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。

疫情导致的经营风险：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；国内疫情的反复及相应管控措施的执行，也会对公司生产和物流运输造成一定影响。针对疫情影响，公司采取措施、积极应对，报告期内疫情未对公司经营业绩造成重大影响；但如果未来疫情进一步恶化，将对公司经营业绩造成负面影响。

财务风险

资产担保风险：公司将出让取得的土地使用权及该土地上的建筑物、机器设备、应收账款等资产用于抵押、质押贷款，若公司不及时偿还银行借款，亦不通过协商等其他有效方式解决，公司资产存在可能被行使抵押权、质押权的风险，从而影响公司的正常生产经营。

汇率波动的风险：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影响体现在：一方面，人民币处于升值或贬值趋势时，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。

技术风险

技术人员流失和技术失密风险：研发团队对于公司产品保持技术竞争优势具有至关重要的作用。当前市场竞争激烈，技术人才短缺，公司面临技术人员流失的风险。一旦公司的核心生产工艺技术流失，将对公司产品的市场竞争力带来影响。尽管公司与高级管理层及核心技术人员签订了保密与竞业禁止协议，且在公司运营层面建立和落实了各项保密制度，仍不排除技术人员违反有关规定向外泄漏产品技术资料或被他人窃取的可能。即使公司可以借助司法程序寻求保护，也需为此付出大量人力、物力及时间，从而对公司的业务发展造成不利影响。

政策风险

公司境外销售收入所占比例较高，如果未来我国相关产品出口政策、产品进口国或地区进口政策、国际宏观经济环境等因素发生不利变化，将对公司的产品出口带来一定影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险：本公司的实际控制人周旭明和周久京合计控制的本公司股权比例为 85.11%，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	122	212	348	530	804	营业收入	1008	1090	1711	2037	2423
应收款项	140	167	244	285	332	营业成本	676	799	1171	1381	1630
存货净额	251	336	459	559	653	营业税金及附加	8	9	14	16	19
其他流动资产	34	29	51	61	73	销售费用	9	13	15	17	20
流动资产合计	1039	1075	1432	1766	2192	管理费用	74	82	111	130	153
固定资产	561	665	777	878	967	研发费用	39	45	71	84	99
无形资产及其他	46	46	44	42	41	财务费用	17	9	(23)	(19)	(20)
投资性房地产	34	50	50	50	50	投资收益	3	16	2	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0	0
资产总计	1679	1836	2304	2735	3249	其他收入	(35)	(38)	(71)	(84)	(99)
短期借款及交易性金融负债	0	2	100	150	200	营业利润	195	157	353	432	525
应付款项	146	176	257	303	359	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	44	47	71	83	99	利润总额	192	155	351	429	523
流动负债合计	190	225	428	536	657	所得税费用	29	22	50	61	75
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	21	24	27	30	归属于母公司净利润	163	133	301	368	448
长期负债合计	14	21	24	27	30	现金流量表（百万元）					
负债合计	204	246	452	564	688	净利润	163	133	301	368	448
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	(0)	0	0	0
股东权益	1475	1590	1852	2172	2561	折旧摊销	50	70	69	82	93
负债和股东权益总计	1679	1836	2304	2735	3249	公允价值变动损失	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	17	9	(23)	(19)	(20)
每股收益	1.45	1.18	1.78	2.17	2.64	营运资本变动	(41)	(83)	(114)	(89)	(79)
每股红利	0.20	0.15	0.23	0.28	0.34	其它	(2)	0	(0)	(0)	(0)
每股净资产	13.07	14.08	10.94	12.83	15.13	经营活动现金流	169	119	257	360	462
ROIC	17.95%	10.44%	22%	24%	26%	资本开支	0	(171)	(180)	(180)	(180)
ROE	11.08%	8.36%	16%	17%	17%	其它投资现金流	(492)	162	0	0	0
毛利率	33%	27%	32%	32%	33%	投资活动现金流	(492)	(9)	(180)	(180)	(180)
EBIT Margin	20%	13%	19%	20%	21%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	20%	23%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-8%	8%	57%	19%	19%	支付股利、利息	(23)	(17)	(39)	(48)	(58)
净利润增长率	6%	-19%	127%	22%	22%	其它融资现金流	406	14	98	50	50
资产负债率	12%	13%	20%	21%	21%	融资活动现金流	355	(20)	59	2	(8)
股息率	0.3%	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%	现金净变动	32	90	136	182	273
P/E	44.5	54.7	36.2	29.7	24.4	货币资金的期初余额	90	122	212	348	530
P/B	4.9	4.6	5.9	5.0	4.3	货币资金的期末余额	122	212	348	530	804
EV/EBITDA	29.6	35.4	28.6	23.4	19.5	企业自由现金流	0	(62)	57	163	264
						权益自由现金流	0	(48)	159	218	322

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032