

科思股份深度报告： 全球防晒剂隐形龙头，内外部改善迎业绩拐点

- 国金证券化妆品&珠宝团队
- 罗晓婷 执业编号：S1130520120001
- 联系人：蔡昕妤

核心观点

■ 科思的短中长期逻辑:

- 短期: 防晒剂Q3量价齐升、淡季不淡, 供给紧张、需求恢复下公司多款防晒剂Q3继续提价、出货量环比Q2上升、业绩靓丽。展望22Q4+23Q1旺季更旺: 1) 海外出行修复促订单回升, 根据IATA数据, 1-5M22全球/欧洲/北美/拉美RPK(收费客公里)累计同增84.7%/241.9%/86.7%/105.3%。2) 主要竞争对手巴斯夫欧洲能源危机下开工率不足、供给下降, 公司改进工艺提升产能利用率, 积极抢占市场份额(尤其是欧洲市场)。3) 原油价格自6月高位回落近20%, 成本压力缓解+优势产品提价顺畅, 毛利率进一步得到修复。22Q2投产新型防晒剂PA 500吨产能、预计12月投产新型防晒剂PS 500吨产能, 海外订单疫后恢复+产能释放+优势产品提价顺畅+原材料成本压力缓解, 公司未来业绩有望逐季改善。
- 中期: 23-24年多款防晒剂&个护原料新品(二氧化钛/PO/氨基酸表活/维生素C乙基醚/增稠剂等)陆续投产, 随产能逐步释放、协同推展现有大客户/开拓中小客户, 有望迎来爆发式放量。
- 长期: 公司加强研发、增强原料行业洞察, 引领原料创新, 开发美白等高功效活性新原料(例如 α -熊果苷、覆盆子酮葡萄糖苷、苯乙基间苯二酚、维生素C乙基醚), 打开成长空间。
- 预计22~24年净利为3.99/5.14/6.16亿元, 增速200%/29%/20%, 对应22~24年PE 23/18/15倍, 公司研发实力强、短中长期储备多领域原料产品, 依托现有客户群体有望持续扩产产品种类, 成长确定性高, 在成长领域外应享有一定的估值溢价。

01

公司：全球防晒剂隐形龙头，内外部改善迎业绩拐点

- ✓ 业务梳理：防晒剂&合成香料双主业
- ✓ 竞争优势：产品具有竞争优势，获国际原料巨头/品牌方认可

02

财务：盈利水平提升明显，疫情业绩受损、逐步恢复中

- ✓ 成长：19年以前保持快速增长、20年疫情拖累、21年逐步恢复
- ✓ 盈利：议价力强、盈利水平持续提升
- ✓ 营运：19年以前存货及应收账款周转总体向好，20年以来有所放缓

03

未来空间：把握国内外产业趋势，扩产能/研发储备打开成长空间

- ✓ 海外业务：承接全球精细化再分工份额，拓品类/拓客户打开成长空间
- ✓ 国内业务：行业需求提升，公司以防晒剂为切入点、加大国内市场拓展
- ✓ 产能扩张、为业绩增长提供保障；研发储备、孵化新业务增长点

04

盈利预测

05

风险提示



一、公司：全球防晒剂隐形龙头，内外部改善迎业绩拐点

1.1、业务梳理：防晒剂&合成香料双主业

- 主要产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料
- 全球化学防晒剂制造龙头，通过美国FDA审核和欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证
- 防晒剂产品市场占有率快速提升，市场份额由2017年的20.65%提升至2019年的27.88%
- 产品进入国际主流市场体系
- 防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等大型跨国化妆品公司和专用化学品公司
- 合成香料主要客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。

图：科思股份主要业务

公司业务	主要产品	主要应用领域	主要客户	21年营收及占比	21毛利率
化妆品活性成分及其原料	阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)、辛基三嗪酮 (EHT)	防晒膏、霜、乳液等化妆品	帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生	7.31亿元、占比67%	28.5% (-6.9PCT)
合成香料	铃兰醛 (LLY)、合成茴脑 (AT)、2-萘乙酮 (β -U80)、对甲氧基苯甲醛 (PMOB)、对叔丁基苯甲醛 (TBB)、对甲基苯乙酮 (TAP)	化妆品、洗涤用品、口腔护理品等	奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁	3.23亿元、占比30%	27.3% (-3.9PCT)
其他产品	医药、农药中间体及塑料添加剂等产品			3700万元、占比3%	3% (-0.6PCT)

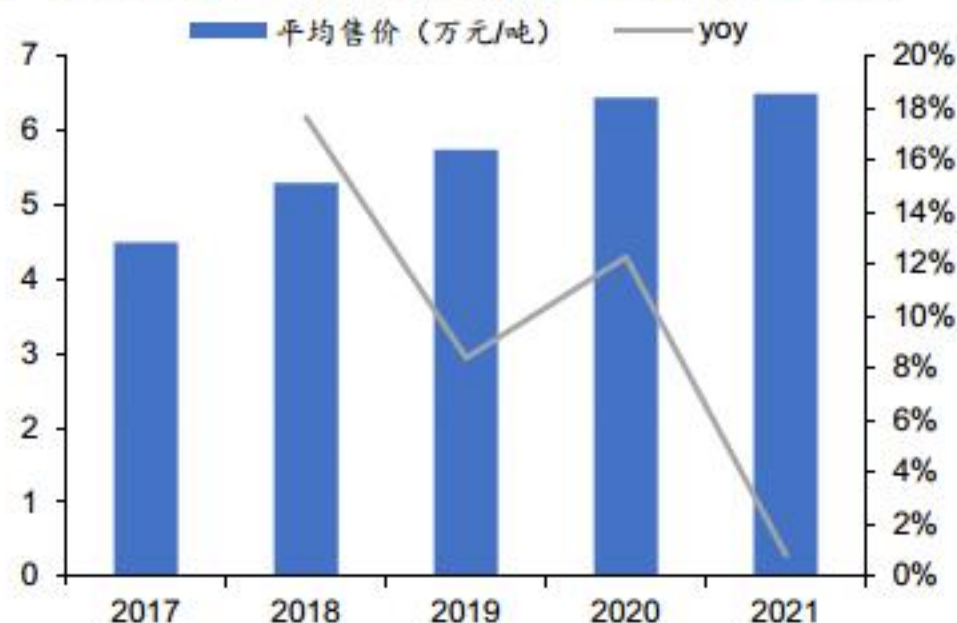
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

1.2、竞争优势：产品具有竞争优势，获国际原料巨头/品牌方认可

■ 产品：品质、价格具有国际竞争力

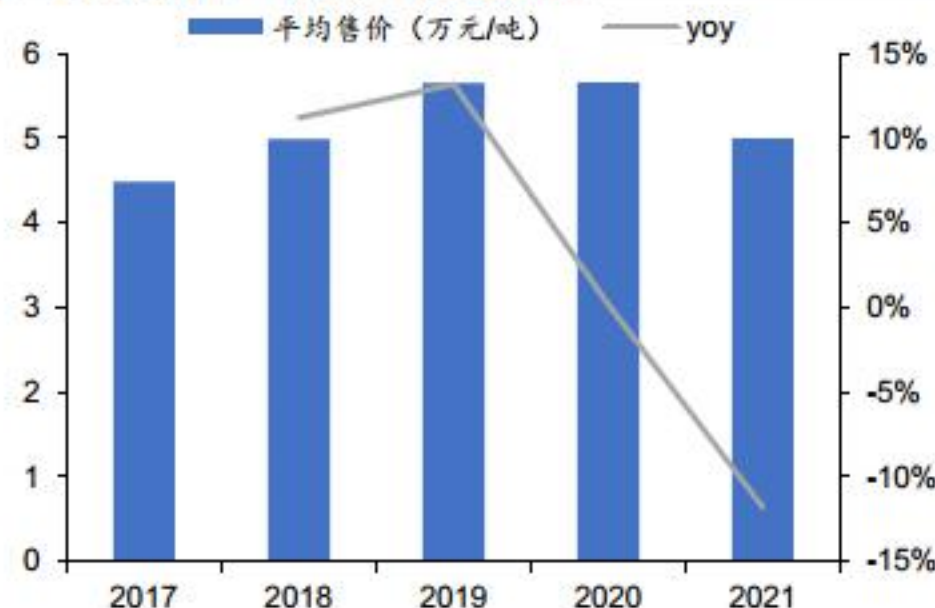
- 公司防晒剂产品线丰富，涵盖UVA、UVB的所有波段，覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，并且公司生产的阿伏苯宗具有一定的市场竞争力、相较发达国家厂商具有更优的成本优势。
- 公司深耕香料香精行业二十余年，是国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，之后又投产了合成茴脑、扩产并技术升级铃兰醛等产品，产品具备较强的市场竞争力，与众多国际知名香料香精公司建立了业务合作关系，在合成香料产品具有较强竞争力。公司生产的铃兰醛品质可达到巴斯夫的水准，且有成本优势。目前全球能够进行大规模生产铃兰醛的制造商仅有巴斯夫、克拉玛（Emerald Kalama）和科思股份三家。
- 产品均价持续提升，拥有较好的议价能力：除双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S)产品外，化妆品活性成分及其原料主要产品平均售价稳步增长。17-20年合成香料平均售价总体增长，21年有所下降。

图：化妆品活性成分及其原料平均售价（万元/吨）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：合成香料平均售价（万元/吨）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、竞争优势：产品具有竞争优势，获国际原料巨头/品牌方认可

- **客户：进入巨头全球供应链体系、合作关系稳定，与第一大客户合作深入**
- 下游客户对于供应商的筛选是个长期的过程。一旦与供应商形成稳定的供应关系后不会轻易更换。
- 公司优质客户合作稳定，2017-2019年前三大客户均为帝斯曼、德之馨、亚什兰，三者营收合计占比61.55%/45%/65.59%。其中帝斯曼2015年与公司签订协议并建立业务关系、德之馨由公司2006年通过展会和电子邮件等方式建立业务往来、亚什兰由公司2013年通过展会和后续的邮件联系逐步建立客户关系，上述客户自建立合作关系以来，合作关系保持稳定。
- **与大客户帝斯曼合作深入：**2015年公司与帝斯曼开启合作，2016年与帝斯曼合作研发出P-S和P-M产品、完成产品生产线建设，2017年开始向帝斯曼供货。同时，双方签订10年《采购协议》，其中2018-2023年为独家供应期、并约定最低采购量。第一大客户帝斯曼营收占比由2017年的28.17%提升至2019年的40.52%。

图：公司近年前五大客户

排名	2014		2015		2016.1~3		2017		2018		2019	
	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
1	台耀化学	12.83%	Sun	9.91%	帝斯曼	30.99%	帝斯曼	28.17%	帝斯曼	43.08%	帝斯曼	40.52%
2	德之馨	10.35%	帝斯曼	9.77%	Sun	12.34%	德之馨	10.85%	德之馨	8.70%	亚什兰	9.67%
3	德之馨*	7.99%	台耀化学	7.06%	台耀化学	10.14%	亚什兰	10.77%	亚什兰	6.35%	德之馨	6.23%
4	亚什兰	7.27%	ISP	6.62%	Bayer	5.50%	Sun	5.99%	奇华顿	6.11%	奇华顿	5.62%
5	Sun	6.19%	德之馨	6.48%	德之馨	4.64%	奇华顿	5.76%	拜尔斯道夫	4.21%	上海禾稼	3.55%
合计	-	44.63%	-	39.84%	-	63.61%	-	61.54%	-	68.45%	-	65.59%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所



二、财务分析：疫情业绩受损、1H22盈利水平改善明显

2.1、成长：20年疫情拖累、21年逐步恢复、22年来实现高增

- 疫前业绩快速增长，疫中略受损，3Q21来逐步恢复，2Q22盈利能力改善明显
- 2015-2019年公司营收由4.61亿元增长至11亿元、对应CAGR 24.3%；归母净利润由2112万元增长至1.54亿元、对应CAGR 64.24%，增速高于营收主要为规模效应下费用率大幅下降。
- 疫情下防晒需求疲软，20年及1H21业绩略受损，主要为疫情下海外订单下降。20年公司营收10.08亿元、同降8.35%，归母净利润1.63亿元、同增6.35%、净利率16.21%。1H21公司营收5.09亿元、同降10.51%；归母净利润8649万元，同降7.56%、净利率17.01%。
- 3Q21营收恢复正向增长，1Q22生产旺季销售延续4Q21靓丽态势，Q2淡季不淡仍保持快速增长。1Q-3Q21营收分别同比-14.35%、-6.15%、21.53%、环比改善，归母净利润分别同比+1.86%、-17.11%、+0.48%。公司生产旺季在Q4/Q1，4Q21收入环比/同比均实现靓丽增长、环比增47.8%/同比增40.5%，1Q22/2Q22收入同增 59.62%/63.03%。

图：科思股份营收及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：科思股份归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

2.1、成长：20年疫情拖累、21年逐步恢复、22年来实现高增

- **海外销售为主、19年以前占比90%；20年海外疫情加紧拓展国内、21年国内占比提升至20%：**19年及以前海外：国内=9:1，国外占主导。20年海外疫情、出口受拖累，20H1/20H2/21H1/21H2海外营收同降0.13%/降20%/降17%/增25%，21H2开始恢复、与19H2基本持平；国内自20年以来加速拓展，20H1/20H2/21H1/21H2国内营收同增4%/24%/44%/74%、持续提速。
- **化妆品活性成分及其原料为公司第一大收入来源，疫情下防晒剂业务受阻、消杀类需求提升促合成香料快速增长：**2020年疫情下出行受阻、防晒产品需求疲软，20年/21年化妆品活性成分及其原料收入分别同降19.4%/增12%，收入占比65%/67%。疫情催生洗涤、消毒杀菌类产品需求激增，从而拉动合成香料业务逆势增长，2020年/2021年合成香料营收分别同增31%/增2%，收入占比由19年的22%提升至20年的31%、21年的30%。
- **22年巴斯夫订单转移+海外出行修复促品牌商补库存需求恢复，防晒剂产销两旺，1H22营收同增101.61%。**

图：境内外营收同比增速



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：分业务营收同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、盈利：议价力强、盈利水平持续提升

■ 公司毛利率总体呈现上升趋势

- 公司毛利率影响因素主要有1) 产能利用率提升、毛利率提升(2015年); 2) 新生产工艺上线、降低生产成本、毛利率提升(2016年); 3) 生产线改造、影响部分生产、导致成本增加; 4) 原材料价格上涨、公司提升部分产品售价(2018、2019年)、PS产品毛利率较高、占比提升(2018年)。
- 从22Q2开始新增产能投产、原料成本上涨拖累毛利率同比表现, 22Q1已环比改善。21Q1~22Q1毛利率分别为33.28% (+2.2PCT)、31.91% (-7.47PCT)、23.77% (-12.17PCT)、20.22% (-5.87PCT)、26.26% (-7.02PCT)。产品提价落地+产能利用率提升+新产品产能逐步释放、2Q22毛利率(34.04%、环比+7.8PCT)改善明显。
- 分产品看, 化妆品活性成分及其原料毛利率水平较高、合成香料毛利率水平较低, 17-20年两项业务的毛利率均呈现上升态势, 21年受原材料涨价影响毛利率有所下降。22年毛利率持续修复。

图：公司毛利率(%)



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：公司分业务毛利率(%)



资料来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、盈利：议价力强、盈利水平持续提升

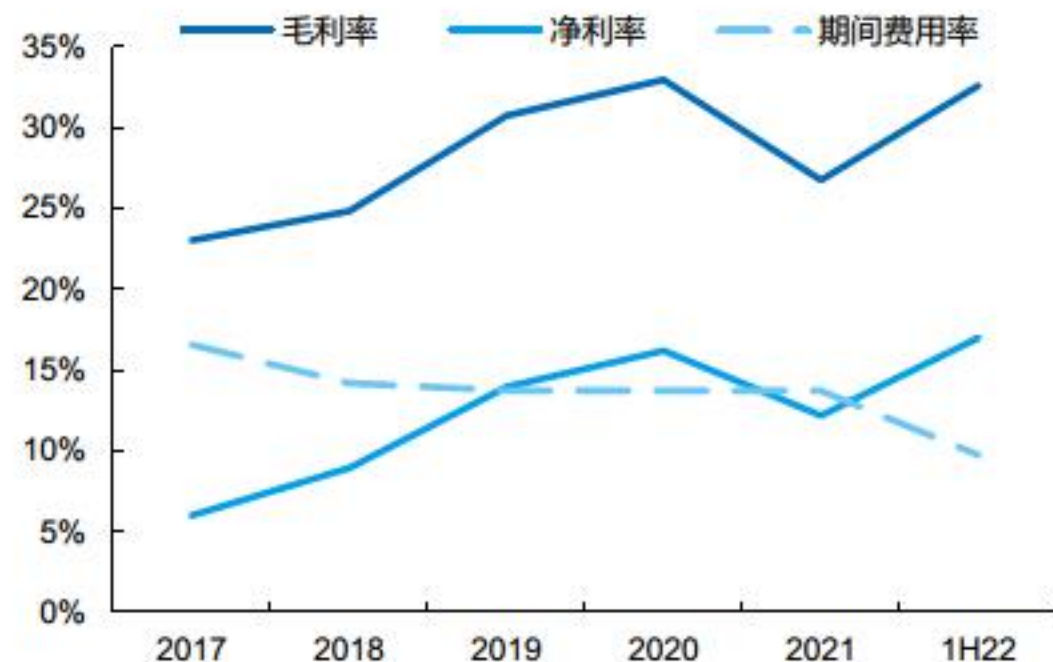
- 费用率方面，2019年及以前公司费用率呈现规模效应、持续下降，2020年后随着收入增速持续下滑，管理费用较为刚性、呈现上升趋势，销售费用率随收入增长承压、亦呈现下降趋势。
- 公司出口业务占比较高，主要以美元、欧元计价，近年公司汇兑损益占公司总营收比重不到 $\pm 0.1\%$ ，影响不大。
- 净利率变动趋势总体与毛利率变动趋势相一致。2020年净利率达到高点16.21%、较2014年的3.57%有大幅提升；21Q1~22Q1净利率分别为18.54%（+2.95PCT）、15.42%（-2.04PCT）、10.76%（-2.25PCT）、6.1%（-12.04%）、14.05%（-4.49PCT）。
- 2Q22净利率21.8%、环比+7.75PCT，创历史新高。

图：公司费用率



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：公司净利率

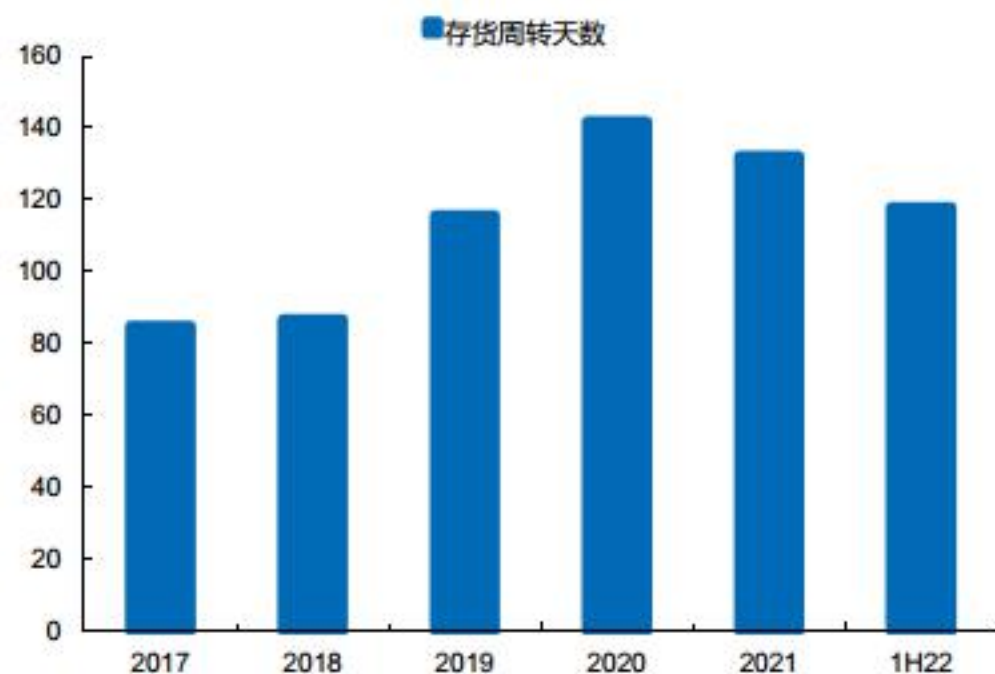


资料来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、营运：20年来存货及应收账款周转有所放缓，1H22整体向好

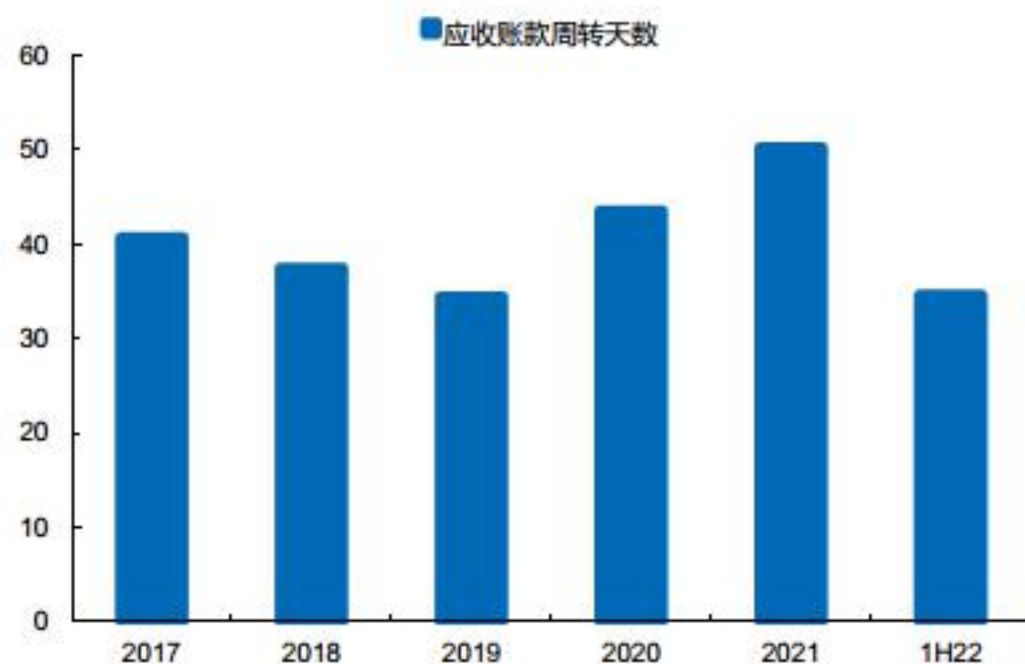
- 存货及应收账款周转率19年以前随着公司收入快速增长，总体呈现持续提速，20年以来随着收入增速承压、存货及应收账款周转率均同比放缓。
- 防晒剂需求旺盛，存货及应收账款周转加快，1H22 存货/应收账款周转天数 118/35 天、加快 24/10 天。

图：公司存货周转天数



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：公司应收账款周转天数



资料来源：公司公告，国金证券研究所



未来空间：把握国内外产业趋势，扩产能/研发储备打开成长空间

3.1、海外：承接全球精细化再分工份额，拓品类/拓客户打开成长空间

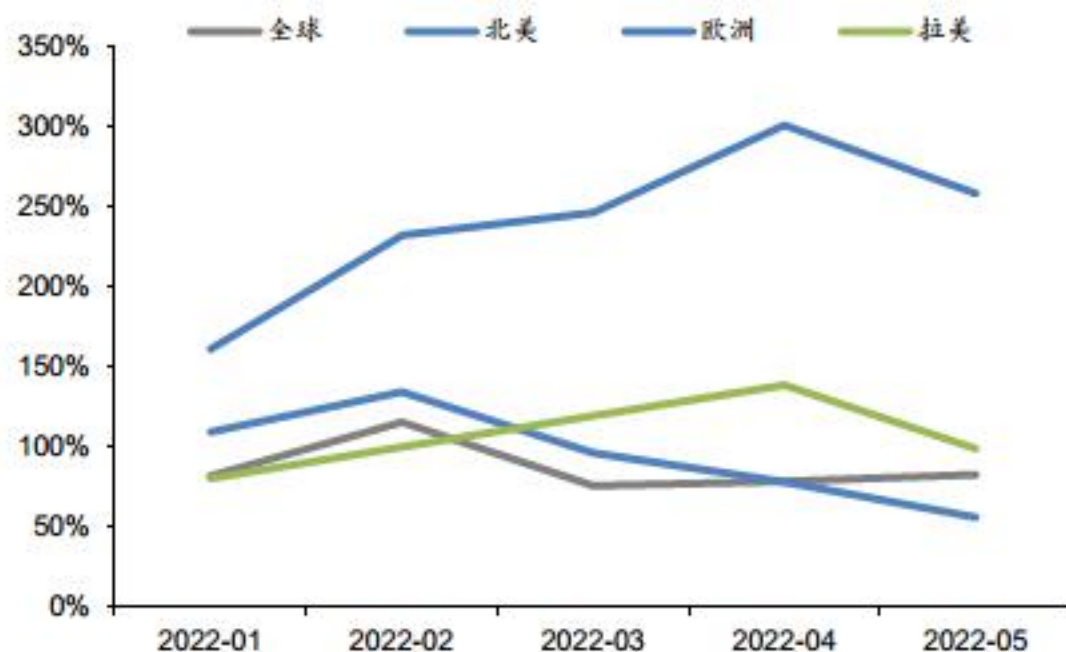
■ 行业：长期获益全球化精细化工再分工，短期海外出行恢复促订单回升

- 化学防晒剂行业过往基本由德之馨、巴斯夫、帝斯曼等几家国际公司垄断，其中德之馨是这个细分行业的龙头企业，在阿伏苯宗、奥克立林、原膜散酯等几个大宗防晒剂产品领域都占有较高的份额。随着近几年中印两国的一些企业综合实力的提高，部分企业也开始切入该领域，并希望通过低价策略侵蚀龙头企业的市场份额。国际大型企业日渐将战略重点转向终端产品的研究和市场开发，中低端防晒剂、合成香料及中间体产品将更多向中国、印度等国家进行采购。
- 香精香料行业呈现高度垄断。从全球前十大香料香精公司的销售数据看，其1997年总销售额为76.12亿美元，占全球总销售额的76%，2000年总销售额为82.57亿美元，占全球总销售额的比例降至64%，此后占比稳中有升，2013年达到79.8%。尤其是奇华顿、芬美意、IFF和德之馨四家公司，近年来其合计市场份额均保持在50%以上。近年来，全球香料香精大公司纷纷实施产品结构调整，将合成香料生产转移至发展中国家或地区，其本土或国外投资的公司则以生产香精为主。

3.1、海外：承接全球精细化再分工份额，拓品类/拓客户打开成长空间

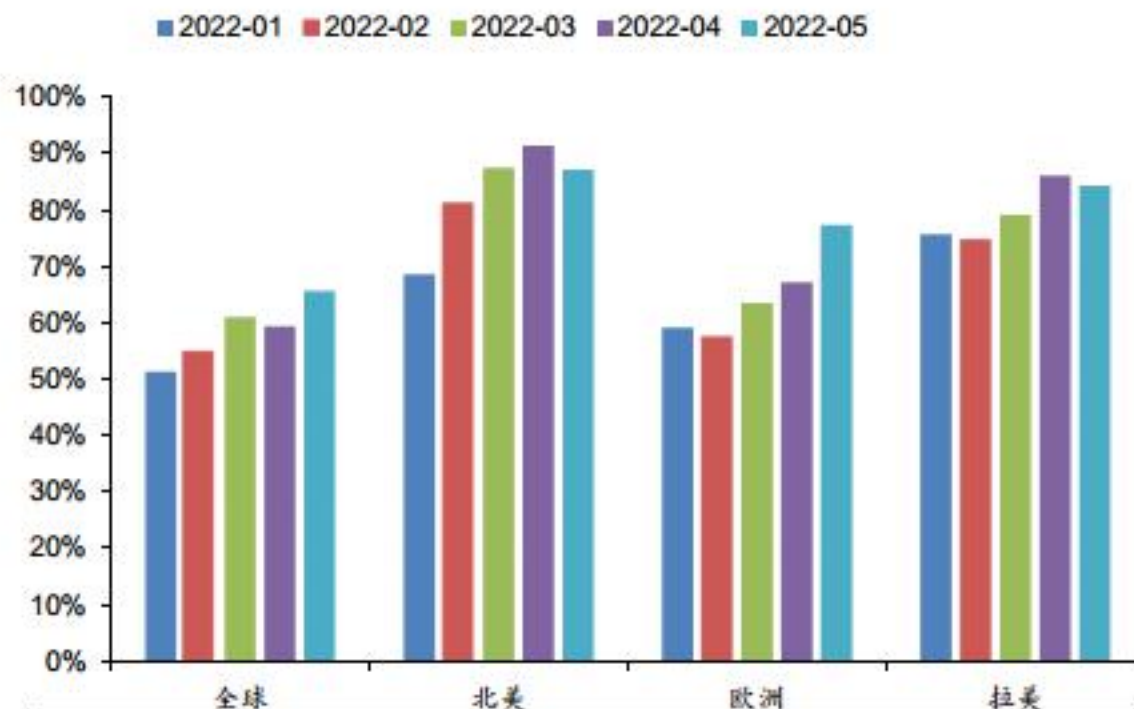
- 行业：长期获益全球化精细化工再分工，短期海外出行修复促订单回升
- 22年海外出行持续修复向好，根据IATA数据，1-5M22全球/欧洲/北美/拉美RPK（收费客公里）累计同增84.7%/241.9%/86.7%/105.3%，5M22全球/欧洲/北美/拉美RPK恢复至19年的65.7%/77.4%/87.1%/84.4%水平。
- 公司：合作研发绑定客户内生增长；持续拓展新增客户
- 外销业务公司持续拓展客户资源，公司前十大外销客户，均为公司近20年持续拓展而来，并且和部分客户合作深入、品类不断丰富。

图：1-5M22全球各地区航线RPK（收费客公里）当月同比



资料来源：IATA，国金证券研究所

图：1-5M22全球各地区航线RPK相当于19年同期的水平

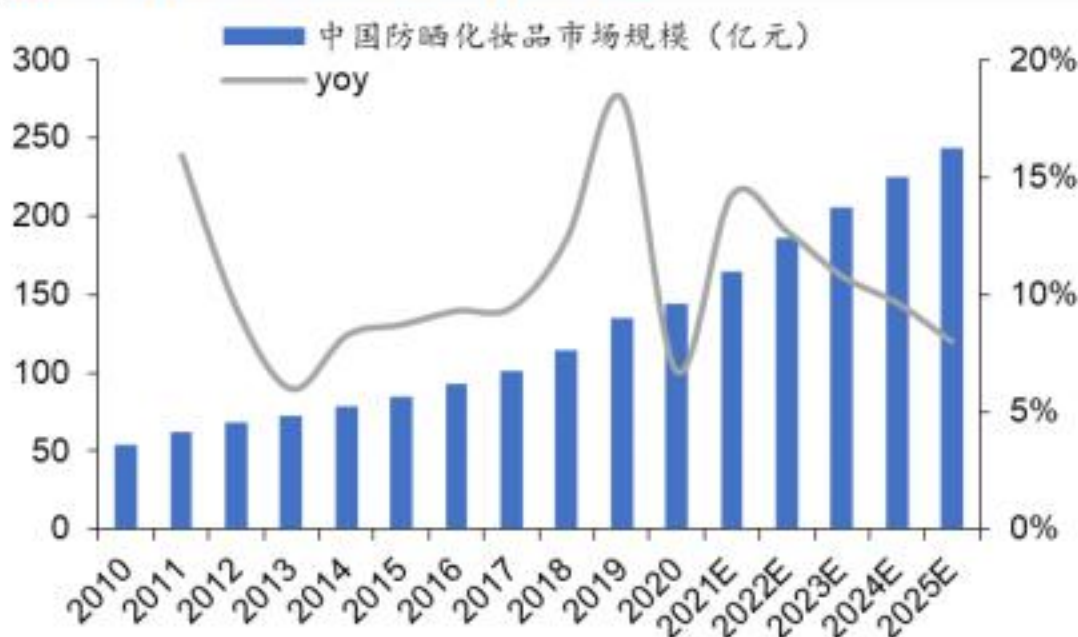


资料来源：IATA，国金证券研究所

3.2、国内：行业需求提升，公司以防晒剂为切入点、加大国内市场拓展

- 行业：国内防晒行业近年复合双位数增长，化妆品新规强监管下活性成分需求增加：
- 2010年国内防晒化妆品市场规模为54亿元。至2019年，国内防晒化妆品市场规模已达135亿元，同比增速18.4%，国内市场规模扩大一倍。2020年，尽管在疫情的影响下增速有所放缓，市场规模仍扩大至144亿元。预期2025年，国内防晒化妆品市场规模可达244亿元。2019年中国防晒产品渗透率16%，法国、英国及韩国防晒产品渗透率分别为28%/31%/57%。
- 2021.1化妆品新规颁发，新规要求化妆品新品注册备案需提交功效验证报告，并于2021.5月开始实施，其中1) 2021年5月1日前已取得注册或者完成备案的化妆品，2022.5.1前补充功效验证报告；2) 2021年5月1日前已取得注册或者完成备案的化妆品，2023.5.1前补充功效验证报告；3) 2022.1开始，不再有缓冲期，所有新品在注册备案时需要同步提交功效验证报告。
- 过去新品注册备案无强制要求功效性验证，部分不良品牌不添加或者少添加；新规后，较严的监管条件倒逼品牌方实质性的添加，行业增加了化妆品活性成分。
- 公司：客户拓展以防晒剂为切入点、未来拓展新品类。

图：中国防晒市场规模及同比增速



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：2019年各国防晒产品渗透率 (%)

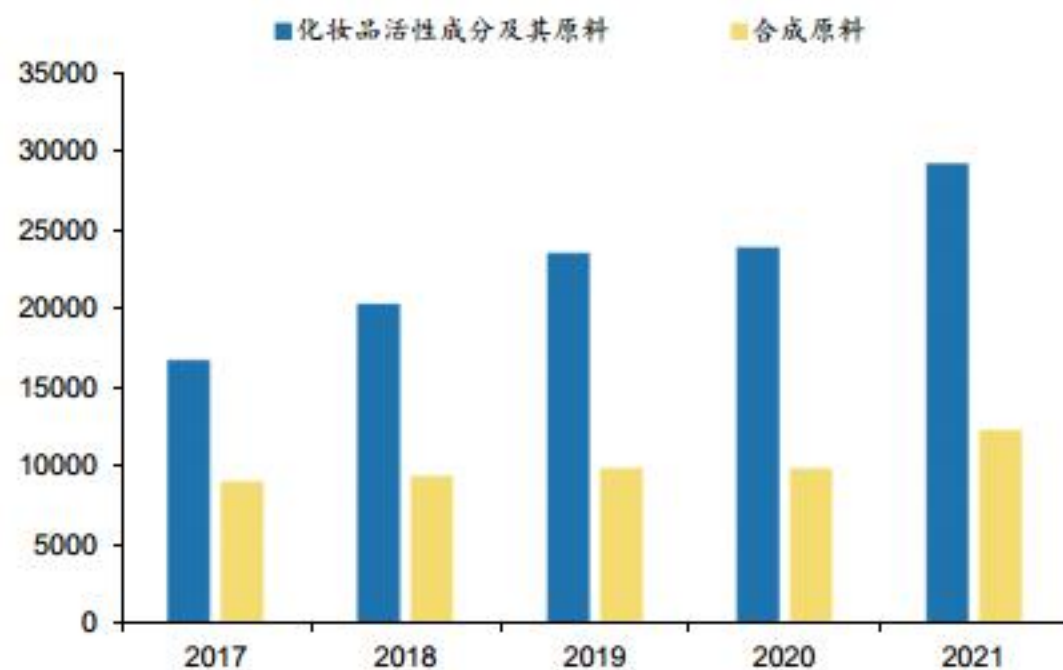


资料来源：公司公告，国金证券研究所

3.3、产能扩张、为业绩增长提供保障；研发储备、孵化新业务增长点

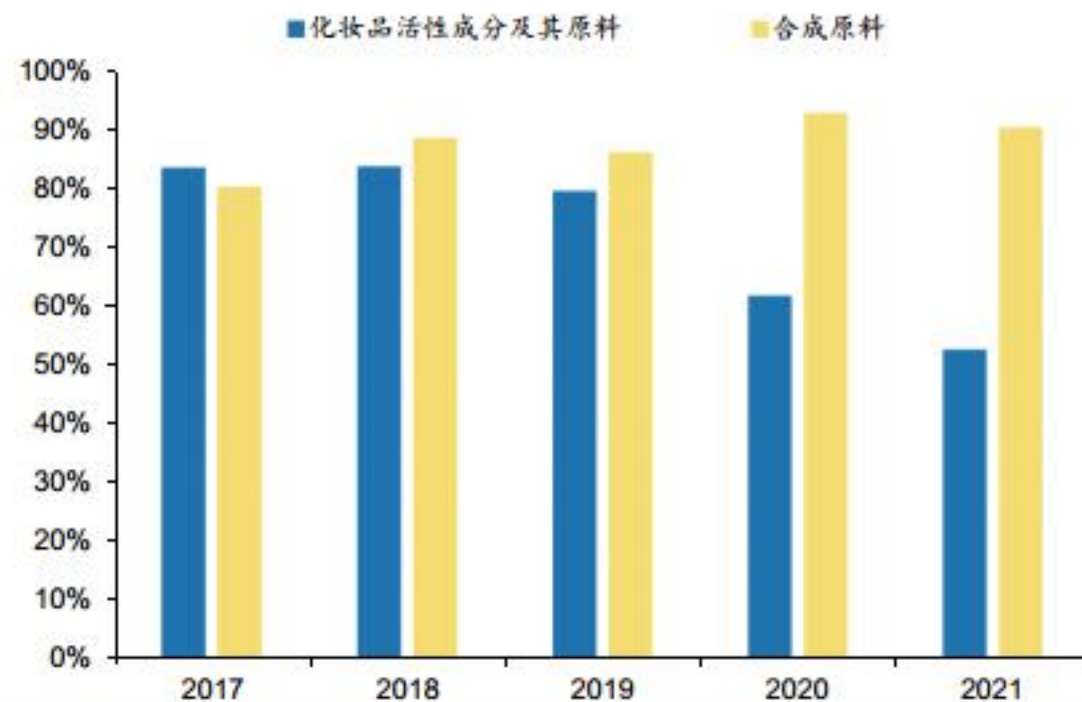
- 募投项目逐步投产，主要竞争对手巴斯夫欧洲能源危机下开工率不足、供给下降，公司把握时机、积极抢占市场份额、22年产能加速释放
- 公司现有生产基地位于江苏宿迁（子公司宿迁科思、宿迁杰科）及安徽马鞍山（子公司安徽圣诺贝），其中江苏宿迁生产合成香料、化妆品活性成分及其原料，安徽马鞍山生产化妆品活性成分。
- 截止2021年底，公司化妆品活性成分及其原料设计产能2.91万吨/年、产能利用率为52.5%（其中2017~2019年阿伏苯宗产能利用率分别为99.34%、99.75%和98.87%，产销率分别为95.57%、99.66%和109.33%，已远不能满足公司业务发展的需要）；合成香料1.22万吨/年、产能利用率为90.25%。

图：公司产能情况（吨）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图：公司产能利用率情况



资料来源：IATA，国金证券研究所

3.3、产能扩张、为业绩增长提供保障；研发储备、孵化新业务增长点

■ 产能投产情况：

□ IPO募集项目之一的马鞍山科思2.5万吨/a高端日用香精原料及防晒剂配套项目（一期）工程总投资4.3亿元，计划建设周期2年，4年达产（第一年40%/第二年60%/第三年80%/第四年满产），预计达产完全达产后贡献年营收3.9亿元、净利润4561万元。

□ 截止2021年8月，阿伏苯宗(防晒剂、2000吨)、水杨酸制水杨酸甲酯（防晒剂原料、8000吨）、辛基三嗪酮（防晒剂、1000吨）、水杨酸苄酯（香料、1500吨）、水杨酸正己酯（香料、1500吨）、水杨酸异戊酯（香料原料、1500吨）和水杨酸正戊酯（香料原料、1500吨）生产线已投料试生产。

图：公司产能投产情况

项目名称	产品名称	产品介绍	产能	进度
马鞍山科思化学有限公司25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目（一期工程）	阿伏苯宗	主要的紫外线 UVA 防晒剂	2000	已投料试生产
	水杨酸苄酯	合成香料，广泛用作花香型和非花香型香精的稀释剂和定香剂	1500	已投料试生产
	水杨酸正己酯	日用香料的定香剂，也用作烟草香精，是配制素心兰、康乃馨、馥奇等花香型香精的修饰剂	1500	已投料试生产
	水杨酸甲酯	水杨酸异辛酯等防晒剂的重要原料	8000	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
马鞍山科思化学有限公司25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目（二期工程）	水杨酸异戊酯	用于制备水杨酸戊酯，水杨酸戊酯具有定香作用，可用于配制多种类型的香精	1500	已投料试生产
	水杨酸正戊酯		1500	已投料试生产
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	新型广谱防晒剂，既可吸收 UVB 段紫外线，又可吸收 UVA 段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂	1000	已投料试生产
马鞍山科思化学有限公司年产2500吨日用化学品原料项目	二乙氧基羟苯甲酰基苯甲酸乙酯（PA）	新型防晒剂	500	2022H1投产

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

3.3、产能扩张、为业绩增长提供保障；研发储备、孵化新业务增长点

■ 新增产能在建情况——进军个护领域

- 2021年9月29日，公司与安庆高新技术产业开发区管理委员会签署《安庆高新技术产业开发区项目投资合作协议》，计划投资建设高端个人护理品及合成香料项目，项目总投资约30亿元（含土地出让金），占地约500亩。预计达产后年产值约43亿元、年产能9.5万吨。
- 2021年11月10日，公司与南京江宁经济技术开发区管理委员会签署《投资建设协议》，计划投资建设“高端个人护理品产业基地”，项目总投资5亿元（含土地出让金），占地约44亩工业用地。

■ 积极研发储备，丰富日用香料、化妆品原料产品

- 公司IPO募投项目之一的安徽圣诺贝研发中心建设、总投资6160万元，定位国际一流的日用香原料、化妆品原料及其它功能化学品的研发中心。

图：公司研发中心研发储备

研究领域	研发内容
日用香原料	围绕吐纳麝香、覆盆子酮、新铃兰醇、牛奶内酯、白花醇、香芹酮等产品展开工艺研究
化妆品原料	围绕新型防晒剂、高性能美白剂及其它化妆品活性成分等方面展开工艺研究
防晒剂	依坎舒等高档防晒剂
高性能美白剂	围绕 α -熊果苷、覆盆子酮葡萄糖苷、苯乙基间苯二酚、维生素 C 乙基醚、辛酰水杨酸等展开工艺研发，其中 α -熊果苷、覆盆子酮葡萄糖苷等的人工合成目前国际范围内尚不成熟，公司尽早进入该领域的研发，有利于在未来的竞争中取得一定的优势。
其它化妆品原料	神经酰胺、异抗坏血酸钠等展开研发

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所



盈利预测

4.1、盈利预测

■ 产能预测:

- 化妆品活性成分及其原料: 2020年10月年产2000吨阿伏苯宗(防晒剂)生产线进入试生产阶段, 1H21年产1000吨辛基三嗪酮(防晒剂)、8000吨水杨酸制水杨酸甲酯(防晒剂原料)投料试生产, 21年合计新增产能11000吨(其中防晒剂产能3000吨、防晒剂原料8000吨)。年产500吨二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯(新型防晒剂)生产线计划于22H1投产, 预计2022年新增500吨产能; 22年底投产500吨PS、二氧化钛等。
- 合成香料: 1H21水杨酸苄酯(香料、1500吨)、水杨酸正己酯(香料、1500吨)、水杨酸异戊酯(香料原料、1500吨)和水杨酸正戊酯(香料原料、1500吨)投料试生产。
- 其他:
 - ✓ 去屑剂PO 23年春节投产
 - ✓ 23年下半年投产氨基酸表活、维生素C乙基醚、卡波姆等。

4.2、相对估值

- 公司主营业务为防晒剂等化妆品活性成分及其原料、合成香。可比公司有涉足日化原料业务的赞宇科技、天赐材料，香精香料企业爱普股份等。同业22~24年平均PE分别为16/13/11倍，PEG范围在0.21-0.88、估值水平总体偏低。
- 但是我们觉得公司不同于同业，公司主营的防晒剂属于化妆品活性成分，产品属于强监管、进入品牌客户的供应链体系需要经过重重的资质检验、且终端客户均为品牌方（直接材料成本中70%是外包装、30%是内容物，对原料成本涨价不敏感），因此对下游客户具有一定的议价能力。
- 公司研发实力强、短中长期储备多领域原料产品，依托现有客户群体有望持续扩产产品种类，成长确定性高，在成长领域外应享有一定的估值溢价，建议给予22年30倍估值，对应目标市值120亿元。23年30倍，对应目标市值150亿元。

图：可比公司估值表

公司名称	收盘价	EPS				PE				3年CAGR	PEG	市值 亿元
	0817	21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E		23年	
赞宇科技	15.23	1.69	2.35	2.88	3.34	11	6	5	5	25.5%	0.21	71.64
天赐材料	55.6	2.3	2.76	3.26	3.95	50	20	17	14	19.8%	0.86	1070
爱普股份	11.26	0.49	0.55	0.68	0.82	29	20	17	14	18.7%	0.88	43.15
平均						30	16	13	11			
科思股份	60.24	1.18	1.93	2.52	3.16	54	31	24	19	38.9%	0.61	102

资料来源：Wind，国金证券研究所

注：1、赞宇科技、天赐材料、爱普股份盈利预测使用Wind一致预测；2、股价更新至2022年8月17日

风险提示

- **新增产能投放不及预期：**公司新工厂投产、若接单情况未同步增加、增加短期摊销、单位产品生产成本提升、公司毛利率总体下降。
- **客户集中度较高风险：**2017-2019年前五大客户营收占比分别为61.54%、68.45%、65.59%，第一大客户帝斯曼营收占比超过40%，若主要客户市场份额缩减或转向其他厂商，公司的业务将受到较大影响。
- **原材料价格上涨/新产能投产带来短期业绩波动：**公司主要原料为基础化工产品，原材料价格与石油价格相关。公司原材料成本上涨向客户传导存在一定的滞后性，在原材料价格上涨背景下，公司短期盈利将受到影响。或是新增产能爬坡、增加短期的成本摊销，拖累短期净利，但随着产能利用率提升，盈利水平将改善。
- **限售股解禁风险：**22年7月22日公司有50万股限售股（员工持股平台所有）解禁，占总股本0.44%，限售股解禁增加短期流动性、股价或出现短期调整。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提多种金融种融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn