

## 防晒剂领域龙头 长期增长驱动力强

——科思股份（300856.SZ）首次覆盖报告

美容护理/化妆品

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

发展逻辑：短期提价 中期产能释放 长期扩展矩阵

- **短期：量价齐增。**全球气温明显呈升高趋势，多国家出现破纪录高温，防晒用品被增加关注；公共卫生事件后出行修复，防晒需求也随之增加；公司的产品价格调整策略使公司毛利率、净利率持续上涨，且仍在兑现过程中。
- **中期：产能逐渐释放。**此前，公司募投项目中的新型的 UVA 紫外线吸收剂二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA）、新型广谱紫外线吸收剂双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）、物理防晒剂二氧化钛（TiO2）进入试生产阶段。
- **长期：进军个护领域。**公司发行可转债用于投建个护领域原料，包括氨基酸表面活性剂，广泛应用于生物医药，食品和日化产品等，需求空间较大；卡波母是一种水分高分子水溶性增稠剂，多应用于高端个护产品。

公司是防晒剂领域龙头企业。公司起步于合成香料，2010 年进军防晒剂市场，目前主要产品涵盖化妆品活性成分及其原料和合成香料。公司产品主销欧美市场，并且经过多年的发展积累了众多优质客户资源，包括奇华顿、帝斯曼、拜尔斯道夫等全球知名公司。公司盈利能力稳中有升，2022 年及 2023Q1，公司归母净利润分别为 3.88/1.6 亿元，分别同比 192.13%/176.13%，主营业务中化妆品及其活性成分贡献近六成收入。公司实际控制人为周旭明、周久京父子，高管从业经验丰富。公司今年新发股权激励，彰显长期持续发展信心。

行业受终端需求拉动增长迅速，高度景气。防晒剂行业：防晒化妆品市场稳定增长，年均复合增长率达 10.5%。居民防晒意识增强、产品应用场景拓展等多因素共同促进行业终端需求增长，进而拉动防晒剂行业增长。市场集中度较高，与成熟市场相比，我国防晒化妆品市场渗透率仍有较大提升空间。香精香料行业：销售市场不断向发展中国家转移。行业壁垒高，全球市场高度集中。

公司看点：产品管线拓展+产能扩张 优质客户深度绑定

- **产品布局：产品矩阵丰富，布局高增长赛道。**公司产品矩阵丰富，产品涵盖化妆品活性成分及原料、合成香料等日用化学品原料。推出表面活性剂、高分子增稠剂等新品，布局高增长赛道。公司积极把握下游市场需求变化，战略性布局美妆个护中增速较高的中高端市场。公司不断丰富自身产品结构，打造新的利润增长点。
- **研发能力：资质齐全，重视研发创新。**公司资质齐全，通过美国 FDA 的现场审核，产品获得欧盟认证，并高度重视产品的 REACH 注册工作。公司坚定创新研发投入，采用自主开发和合作研发并重的研发模式，并制定激励机制提高研发人员的积极性，研发费用率逐年增长。公司积极研发新品，拓展产品管线。
- **销售渠道：直销经销相结合，深度绑定优质客户。**公司采用以境外、直销为主的销售模式。深度绑定终端优质客户，与国际巨头如帝斯曼、德之馨、拜尔斯道夫、奇华顿等公司保持长期深度合作关系。公司的客户集中度较高，前五大客户收入占总营收近六成。公司与帝斯曼深度合作研发的 P-S、P-M 有望助推业绩增长。

**投资建议：**预计公司 2023 年~2025 年 EPS 分别为 3.3 元、4.31 元、5.29 元，当前股价市盈率分别为 24.48 倍、18.75 倍、15.28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**主要原材料价格波动风险、汇率波动风险、环保风险、销售不及预期风险。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,090.42	1,764.82	2,410.94	3,120.01	3,833.62
增长率（%）	8.13%	61.85%	36.61%	29.41%	22.87%

评级

买入（首次）

2023 年 07 月 11 日

孔天祎

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030001

18624107608

## 交易数据

时间 2023.7.11

总市值/流通市值（亿元）	136.74/47.63
总股本（万股）	16,932.0
资产负债率（%）	14.99
每股净资产（元）	12.44
收盘价（元）	80.76
一年内最低价/最高价（元）	38.28/83.56

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

归母净利润 (百万元)	132.87	388.14	558.52	729.18	894.87
增长率 (%)	-18.72%	192.13%	43.89%	30.56%	22.72%
净资产收益率 (%)	8.36%	19.95%	24.70%	27.28%	28.15%
每股收益(元)	1.18	2.29	3.30	4.31	5.29
PE	68.61	35.23	24.48	18.75	15.28
PB	5.73	7.03	6.05	5.12	4.30

资料来源: wind, 申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 发展逻辑：短期提价 中期产能释放 长期扩展矩阵</b> .....	<b>5</b>
1.1 短期：需求端修复+产品提价 量价齐增拉动盈利水平.....	5
1.2 中期：新产品落地投产 产能不断释放.....	6
1.3 长期：扩至个护原料赛道 打造第二成长曲线.....	8
<b>2. 公司概况：全球防晒剂制造龙头</b> .....	<b>9</b>
2.1 深耕行业二十余载 成就化妆品原料龙头.....	9
2.2 业绩短期内受公共卫生事件影响波动 有望逐步修复.....	9
2.3 股权结构集中 高管从业经验丰富.....	11
2.4 新发股权激励彰显公司中长期发展信心.....	12
<b>3. 行业发展：终端需求拉动行业高景气</b> .....	<b>12</b>
3.1 防晒剂：终端市场拉动行业高增长趋势.....	13
3.1.1 终端需求恢复 国内市场潜力大.....	13
3.1.2 防晒剂应用领域扩展 预计 2023-2025 年行业快速发展.....	14
3.1.3 防晒剂市场集中度高 科思是中国龙头.....	16
3.2 香料香精：应用范围广 全球市场集中度高.....	17
3.2.1 产品应用广泛 市场规模不断扩张 向发展中国家转移.....	17
3.2.2 行业壁垒高 全球市场高度集中.....	18
<b>4. 核心竞争力：产品管线拓展+产能扩张 优质客户深度绑定</b> .....	<b>20</b>
4.1 产品布局：产品矩阵丰富 布局高增长赛道.....	20
4.2 研发能力：资质齐全 重视研发创新.....	21
4.3 销售渠道：直销经销相结合 深度绑定优质客户.....	23
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>26</b>
5.1 核心假设.....	26
5.2 盈利预测.....	27
5.3 估值.....	27
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：2020 年以来国内各种方式出行人数当月值 (亿人) .....	5
图 2：中国防晒行业市场规模及预测 (亿元) .....	6
图 3：科思股份单季度毛利率&净利率 (%) .....	6
图 4：公司主营业务产能利用率 (%) .....	7
图 5：公司发展历程.....	9
图 6：公司营业收入及同比增长 (亿元) .....	9
图 7：公司归母净利润及同比增长 (亿元) .....	9
图 8：公司各主营业务营业收入占比 (%) .....	10
图 9：科思股份 2017-2023Q1 毛利率 (%) .....	10
图 10：科思股份 2017-2023Q1 净利率 (%) .....	10
图 11：科思股份 2017-2022 年研发费用率 (%) .....	11
图 12：科思股份 2017-2022 年销售费用率 (%) .....	11
图 13：科思股份 2017-2023Q1 资产负债率 (%) .....	11
图 14：公司股权结构图.....	12
图 15：精细化工行业产业链.....	13
图 16：化妆品的基本原料.....	13
图 17：全球和国内防晒化妆品市场规模及增速 (亿元, %) .....	14
图 18：中国和全球防晒品渗透率平均值对比 (%) .....	14
图 19：2020 年中国和其他国家防晒品人均消费对比 (美元) .....	14
图 20：UVB、UVA、蓝光对皮肤的威胁.....	15
图 21：具有防晒功能的唇膏、眼霜、面霜产品.....	15
图 22：2015、2020、预测 2025 年分地区防晒剂消耗量 (万吨) .....	16
图 23：科思股份市场份额 (估算值) 占比提升.....	17
图 24：香料的分类.....	17
图 25：2016-2022 全球香精香料市场规模及增速.....	18
图 26：2016-2022 中国香精香料市场规模及增速.....	18
图 27：2020 年全球香精香料企业市场份额.....	19
图 28：2017-2019 年全球香精香料行业 CR10 占比.....	19
图 29：研发投入金额及其占总营收比例 (千万, %) .....	21
图 30：公司研发实施方式.....	22
图 31：业务收入按销售模式分类 (%) .....	23
图 32：营业收入按地区分类 (%) .....	23

图 33: 前五名客户合计销售金额占年度销售额比例 (%) .....	24
图 34: 帝斯曼向公司采购产品的销售数量 (吨) .....	25
图 35: 帝斯曼向公司采购产品的毛利率 (%) .....	25
图 36: 向帝斯曼销售的各类细分产品销量 (吨) .....	25
图 37: 向帝斯曼销售的各类细分产品销售额 (千万元) .....	25
表 1: 2023 年 4 月以来东亚地区各国均出现历史性高温 .....	5
表 2: 公司募投项目及其产能规模 .....	6
表 3: 公司发行可转债资金用途 .....	8
表 4: 公司股权激励安排与考核目标 .....	12
表 5: 公司主要竞争对手情况 .....	16
表 6: 香精香料龙头企业在我国开设工厂、实验室 .....	18
表 7: 近年各国对香料香精产品的监管愈发严格 .....	18
表 8: 公司主要竞争对手情况 .....	19
表 9: 公司主要产品介绍 .....	20
表 10: 公司主要在研项目 .....	22
表 11: 与多家大型公司长期合作 .....	24
表 12: 2017-2019 年帝斯曼仅向公司采购相关产品 .....	25
表 13: 科思股份盈利预测拆分 .....	26
表 14: 科思股份可比公司估值表 .....	27
表 15: 公司盈利预测表 .....	29

## 1. 发展逻辑：短期提价 中期产能释放 长期扩展矩阵

### 1.1 短期：需求端修复+产品提价 量价齐增拉动盈利水平

夏日炎炎，各地不断刷新高温纪录。2023 年，全球气温明显呈升高趋势，4 月以来，东亚地区各国均出现了破历史记录的高温天气，由此，防晒成为热点话题。义乌购数据显示，2023 年 3 月 18 日至 4 月 18 日环比上月同期，防晒商品相关关键词/订单数上涨 62%，交易金额上涨 84%。旅游商品相关关键词/订单数上涨 51%，交易金额上涨 146%。

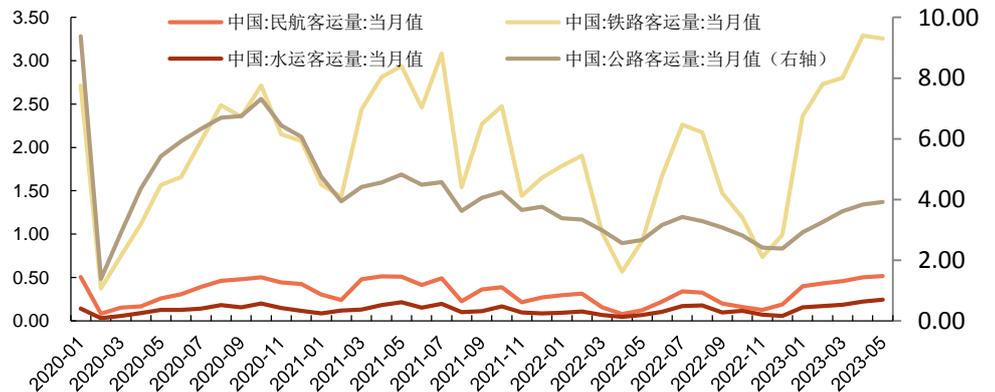
表1：2023 年 4 月以来东亚地区各国均出现历史性高温

国家	地区	温度 (摄氏度)
泰国	西北部达府	45.5
	首都曼谷曼谷那区	50.2
孟加拉国	达卡	40
老挝	琅勃拉邦	42.7
	万象	41.4
哈萨克斯坦	塔拉兹	33.6
中国	云南元阳	42.4

资料来源：观研天下《中国防晒行业发展现状分析与投资前景研究报告 (2023-2030 年)》，申港证券研究所

公共卫生事件后，出行修复，防晒需求随之增加。根据我国当月客运量数据统计情况，公路、民航、铁路、水运均在 2020 年起受到公共卫生事件影响，客运量骤然下降，2023 年开始逐渐复苏。目前来看，除了公路外，其他三种出行方式的客运量均恢复至公共卫生事件之前的水平。今年出行的修复，必将带来防晒终端需求的上涨。

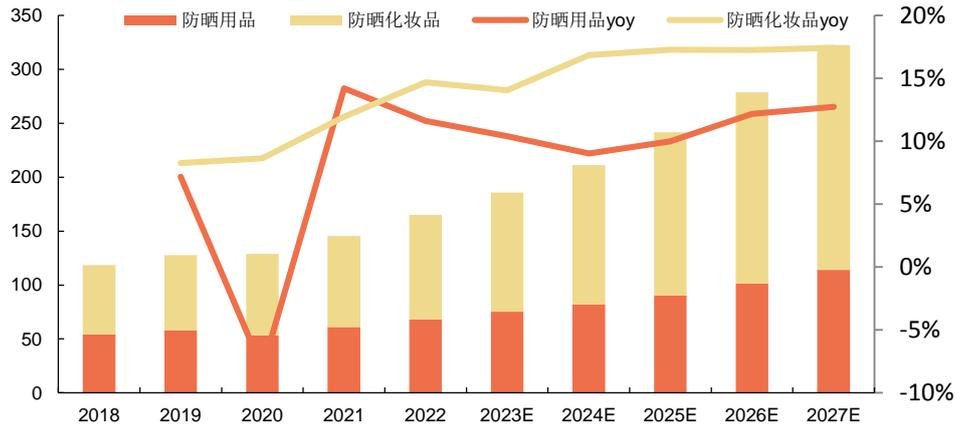
图1：2020 年以来国内各种方式出行人数当月值 (亿人)



资料来源：wind，申港证券研究所

中国防晒行业尤其是防晒化妆品预期发展迅速。2022 年，我国防晒产业市场规模为 165 亿元，其中防晒用品市场规模为 68.2 亿元，防晒化妆品市场规模为 96.8 亿元。防晒用品市场由于公共卫生事件导致 2020 年有所下滑，之后迅速回升，其中防晒化妆品市场增速显著提升，可见市场需求强度极大。随着人们防晒意识的提升，未来行业空间仍然很大，据观研天下报告数据预测，防晒化妆品市场预计在 2027 年超过 200 亿元规模，而防晒用品市场也会在 2026 年超过百亿。

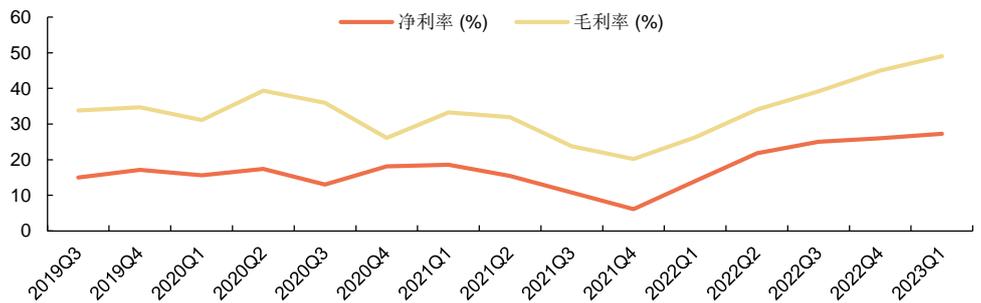
图2：中国防晒行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：观研天下《中国防晒行业发展现状分析与投资前景研究报告（2023-2030年）》，申港证券研究所

公司的产品价格调整措施效果显著，正在兑现。公司2021年四季度以来基于原材料和海运费价格大幅上涨采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放等因素，助力公司2022年综合毛利率水平提升至36.66%。目前，公司的提价策略仍持续反映在公司的盈利水平上，2023Q1公司毛利率49.04%，净利率27.26%。

图3：科思股份单季度毛利率&净利率（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

## 1.2 中期：新产品落地投产 产能不断释放

募投项目逐渐落地投产，产能持续扩张。2022年，公司继续推进募投项目建设，实现了马鞍山科思二乙氨基羟苯甲酸酯（PA）生产线和安徽圣诺贝双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）扩产项目的顺利投产，马鞍山科思防晒用二氧化钛项目也于报告期末建成并进入试生产阶段。

表2：公司募投项目及其产能规模

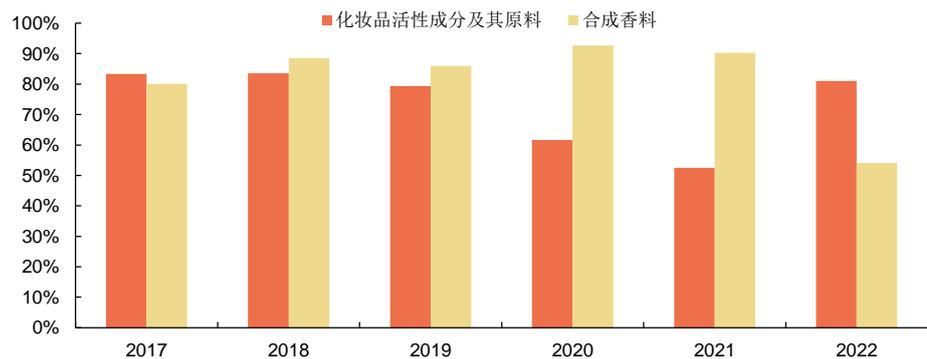
项目名称	建设进度	产品名称	产品简介	产能规模 (吨/年)
马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目(一期工程)	已实施完毕并达到预定可使用状态	阿伏苯宗(AVB)	主要的紫外线 UVA 防晒剂，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中	2000
		水杨酸苄酯(BS)	用作化妆品和皂用香精的定香剂	1500
		水杨酸正己酯(NHS)	用作化妆品香料的定香剂，也用作烟草香精。	1500
马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目(二期工程)	已实施完毕并达到预定可使用状态	水杨酸异戊酯	有浓郁的花香气味	1500
		水杨酸正戊酯	是调合三叶草香精的主剂。在调制康乃馨香精时用作多调合剂与定香剂。能与橡苔浸膏、香紫苏油、香叶醇等很好调	1500

项目名称	建设进度	产品名称	产品简介	产能规模 (吨/年)
马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项目	已实施完毕并达到预定可使用状态	辛基三嗪酮 (EHT)	和。该品是有机合成原料。也用作皂用香精和溶剂。 UV-B 吸收能力最强的油溶性吸收剂，高的光稳定性，防止 UV-B 诱导的免疫抑制作用	1000
马鞍山科思化学有限公司 年产 2500 吨日用化学品原料项目	已达到预定可使用状态，正在开展相关工程决算工作	二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)	新型的 UVA 紫外线吸收剂，光化学稳定性好，与其它油脂的复配性佳，作为防晒剂在化妆品中被广泛使用	500
安徽圣诺贝化学科技有限公司 年产 500 吨防晒系列产品扩建项目	已达到预定可使用状态，正在开展相关工程决算工作	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	一种新型广谱防晒剂，能够全面防护 UVA、UVB 波段，可与其他化学防晒剂搭配使用并显著增加其 SPF 值	500

资料来源：招股说明书，公司 22 年报，南京科思化学股份有限公司关于变更部分募集资金用途的公告，《创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，申港证券研究所

产能利用率较高，近两年因扩产部分产能尚未充分转化。2017-2019 年，公司化妆品活性成分及其原料的产能利用率稳定在 80% 左右，产能利用率较高。公司合成香料近两年随着公司产线扩张，部分产能尚未完全转化，故产能利用率有所下降，2022 年为 54.08%。未来随着产能的逐步转化，公司整体产能利用率有望提高，承接终端需求的快速增长。

图4：公司主营业务产能利用率 (%)



资料来源：招股说明书，公司 2020-2022 年报，申港证券研究所

**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。

**双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)**，是一种新型广谱紫外线吸收剂，能同时吸收 UVA 和 UVB，属于化学防晒剂，具有脂溶性和较高的光稳定性，与其他化学防晒剂搭配使用，能显著增加其 SPF 值。同时，它具有三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大、紫外线吸收率较高的特点，具有强紫外线吸收性和高耐热性，但能够吸收一部分可见光，易使制品泛黄。

**二氧化钛 (TiO<sub>2</sub>)**，一种物理防晒剂，能防护皮肤免遭紫外线 UVA 和 UVB 的伤害，而且对皮肤没有刺激性。由于二氧化钛性质温和，所以尤其适合敏感型皮肤的人使用，它也适合用在眼睛周围的皮肤，几乎不会感到皮肤刺痛。二氧化钛防护波

段大约在 290—400nm 之间，属于全波段防护，UVA1 波段表现较弱，常与氧化锌一起使用，当欲达较高 SPF 值时，会添加浓度约 5% 以上的二氧化钛（最大浓度 25%），涂抹后脸部视觉效果会很白，因其本身又属于惰性矿物质，无活性，因此有良好安全性，不会引起过敏反应。

### 1.3 长期：扩至个护原料赛道 打造第二成长曲线

公司发行 7.25 亿可转债用于拓展个护领域原料。今年，公司成功发行可转债募集资金，安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建设全面启动，首批项目建设后将形成 12800 吨/年氨基酸表面活性剂、2000 吨/年高分子增稠剂卡波姆、3000 吨/年新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐和 1000 吨/年双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 等产能。

表3：公司发行可转债资金用途

项目名称	建设进度	产品名称	产品简介	产能规模 (吨/年)
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）	尚在建设中，尚未达到预定可使用状态	椰油酰甘氨酸钠、	主要用于生产氨基酸表面活性剂	5500
		椰油酰甘氨酸钾		3000
		甲基椰油酰基牛磺酸钠	4300	
		卡波姆	主要用于高端个人护理品	2000
安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端个人护理品项目	尚在建设中，尚未达到预定可使用状态	RET	P-S 中间体	1600
		双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S)	一种新型广谱防晒剂，能够全面防护 UVA、UVB 波段，可与其他化学防晒剂搭配使用并显著增加其 SPF 值	1000

资料来源：2023 年南京科思化学股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书，申港证券研究所

**氨基酸表面活性剂市场空间大。**氨基酸表面活性剂又称氨基酸型表面活性剂，属于传统表面活性剂的升级换代产品，是一类可再生生物来源的新型绿色环保表面活性剂。氨基酸表面活性剂具有毒副作用小、原材料来源范围广、生物降解性好、性能温和等优势。从应用领域来看，氨基酸表面活性剂在生物医药、食品、日化产品等领域拥有广阔应用前景。在生物医药领域，氨基酸表面活性剂可用于生产维生素 E、基因递送试剂、皮肤局部治疗剂等。根据 Euromonitor 报告显示，2016 年至 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。根据贝哲斯咨询，2022 年全球氨基酸表面活性剂市场规模达 14.44 亿元，其中，中国氨基酸表面活性剂市场规模达 4.91 亿元。结合历史趋势和发展环境等方面因素，贝哲斯咨询预测到 2028 年，全球氨基酸表面活性剂市场规模预计将达 21.92 亿元。

**卡波姆国内市场需求量大。**卡波姆是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，主要应用于高端个人护理品等领域。在世界范围内，卡波姆被少数精细化工企业垄断，其中美国路博润占全球卡波姆的绝大多数市场份额，国内目前仅天赐材料等企业有一定生产规模，导致国内市场对进口卡波姆产品需求量较大、价格较高，一定程度上限制了卡波姆在国内个护领域渗透率的提升。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%，美妆及个护消费的强势增长将进一步推升卡波姆的消费需求。

## 2. 公司概况：全球防晒剂制造龙头

### 2.1 深耕行业二十余载 成就化妆品原料龙头

深耕行业二十余年，打造防晒剂领域稀缺标的。科思股份于 2000 年成立，起步于合成香料领域，在 2010 年引入战略投资者并进军防晒剂市场。公司主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香料等。公司于 2020 年在创业板上市。公司在南京、宿迁、安徽、马鞍山等地建有生产基地和研发中心，并多次获得国内国际体系认证。公司坚持以市场为导向，已经具备领先的工艺技术、研发水平和产品品质，并且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。

图5：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，公司 21-22 年年报，公司 23 年一季度报，申港证券研究所

防晒剂和合成香料双向发力，在国际市场强有竞争力。经过多年发展，公司在产品质量和管理方式上得到了国际著名企业的肯定和信任。公司 90% 左右的产品用于外销，客户大多为国际知名的专用化学品、化妆品和香料香精企业。公司的化妆品活性成分及其原料客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等化妆品公司和专用化学品公司，合成香料客户包括奇华顿、芬美意、IFF、高砂、德之馨、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。

### 2.2 业绩短期内受公共卫生事件影响波动 有望逐步修复

下游市场逐步恢复，公司 2022-2023Q1 营收增长高。2020 年，受公共卫生事件影响，下游消费需求下滑，公司营收增速承压。2022 年及 2023Q1，公司营收为 17.65/5.88 亿元，分别同比增长 61.85%/42.33%；同时 2022 年至 2023Q1，公司归母净利润分别为 3.88/1.6 亿元，分别同比增长 192.13%/176.13%。

图6：公司营业收入及同比增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

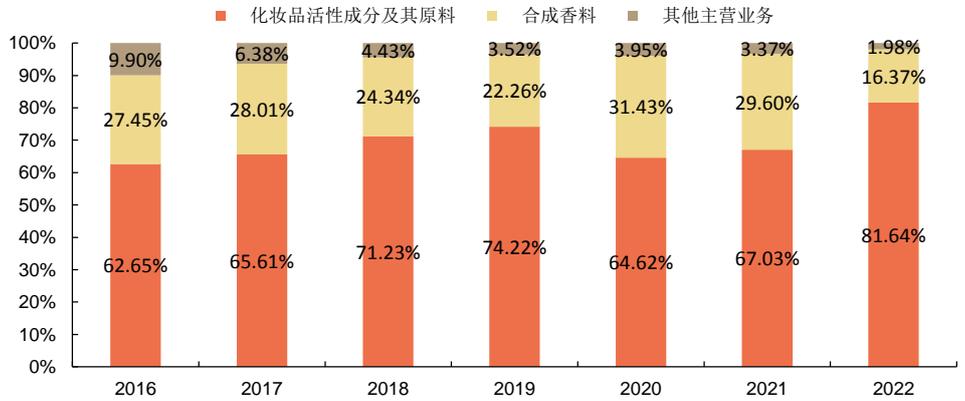
图7：公司归母净利润及同比增长（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

公司各主营业务收入中，化妆品活性成分及其原料占比最高，比重超过六成。在公司各主营业务中，化妆品活性成分及其原料的收入占主营业务收入的 62%~82%，占比最大。合成香料占比次之，在 16%~32% 左右。2022 年，公司化妆品活性成分及其原料、合成香料和其他主营业务的占比分别为 81.64%/16.37%/1.98%。

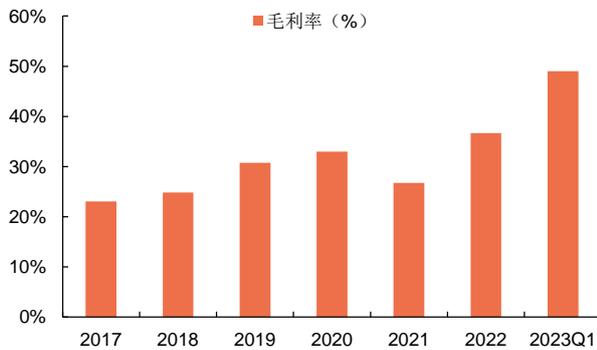
图8：公司各主营业务营业收入占比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

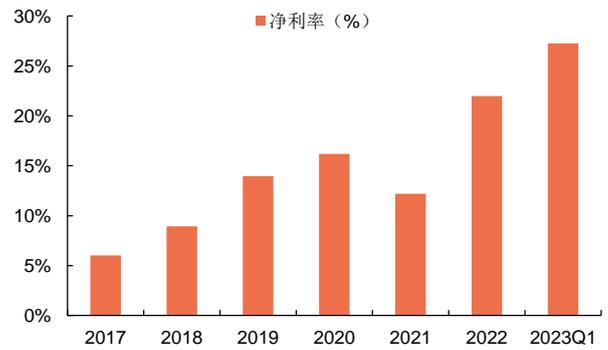
公司毛利率和净利率显著提升。2021 年，因公共卫生事件给全球产业链带来了冲击，造成供给和物流紧张，导致原材料和海运费价格大幅上升，因此毛利率有所下降。公司 2021 年四季度以来基于原材料和海运费价格大幅上涨采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放等因素促使公司在 2022 年和 2023 年 Q1 的毛利率和净利率水平大幅提升，2023 年 Q1 公司毛利率和净利率水平分别为 49.04% 和 27.26%。

图9：科思股份 2017-2023Q1 毛利率 (%)



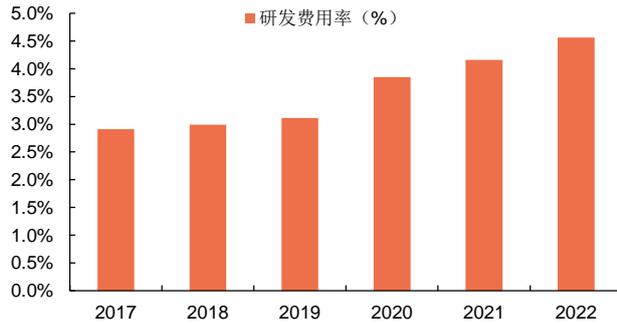
资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

图10：科思股份 2017-2023Q1 净利率 (%)

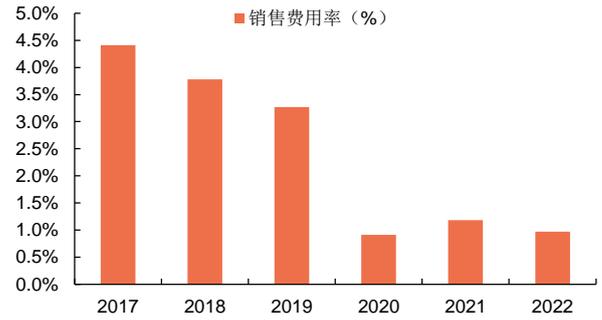


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

公司研发费用率较高，2020 年起销售费用率锐减。2022 年，公司研发费用率为 4.56%，创 2017-2022 历史新高。2020 年前，销售费用包括运输费、包装费、港杂费、职工薪酬等。自 2020 年起，新收入准则将公司运输费用归为主营业务成本，公司销售费用率随之大幅下降。2022 年，公司销售费用率为 0.97%。

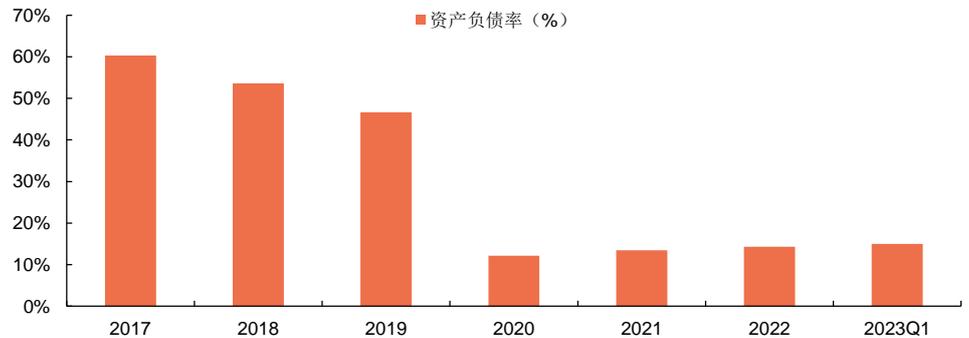
**图11: 科思股份 2017-2022 年研发费用率 (%)**


资料来源: 公司招股说明书, 公司 20 年与 22 年年报, 申港证券研究所

**图12: 科思股份 2017-2022 年销售费用率 (%)**


资料来源: 公司招股说明书, 公司 2022 年年报, 《创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》, 申港证券研究所

科思股份 2020 年降低杠杆, 目前资产负债率较低。2020 年公司负债显著降低, 从而降低杠杆率, 将资产负债率从 2019 年的 46.61% 降低至 2020 年的 12.13%, 此后资产负债率始终处于较低水平, 2023 年 Q1 为 14.99%。

**图13: 科思股份 2017-2023Q1 资产负债率 (%)**


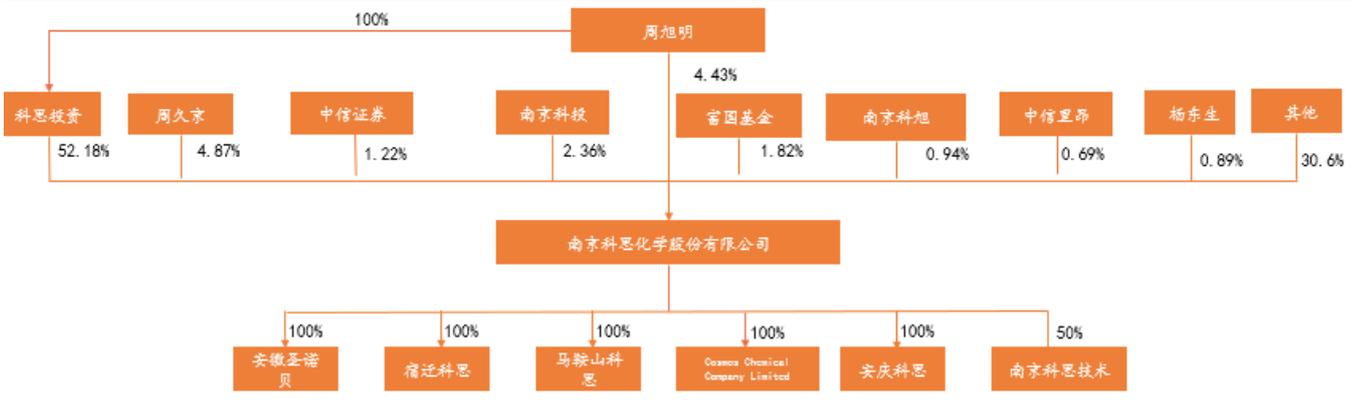
资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

### 2.3 股权结构集中 高管从业经验丰富

周旭明、周久京父子为实际控制人, 股权结构灵活稳定。董事长周旭明直接持股 4.43%, 并通过其全资持股的南京科思投资发展有限公司间接持股 52.18%, 其父周久京直接持股 4.87%。父子二人合计持股 61.48%。

旗下子公司多为从事日用化学品原料的研发、生产与销售。公司旗下共有 6 家控股子公司, 其中 5 家为全资控股子公司, 1 家为控股子公司, 业务多为日用化学品原料的研发、生产与销售。其中马鞍山科思主要从事包括化妆品活性成分、合成香料等原料的研发、生产和销售, 产品出口欧美地区, 是全球最主要的化学防晒剂制造商, 与帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁等大型跨国化妆品公司和专用化学品公司建立了稳定的合作伙伴关系。

图14: 公司股权结构图



资料来源: wind, 申港证券研究所

**董事高管深耕化工行业，从业经验丰富。**公司的多名董事和高管成员具备化工、高分子等专业学科背景，在日化行业、公司管理等方面均具有丰富经验。公司董事长周旭明曾任职于江苏石油化学工业厅，总裁杨军曾供职于中国石化扬子石油化工有限公司，在政府化工认知的经历有助于把握行业的周期波动和政策变化。此外，其他管理层和研发人员也均具备专业知识和丰富的从业经验。

## 2.4 新发股权激励彰显公司中长期发展信心

公司依照营业收入进行年度考核，确定归属系数和激励比例。根据公司公告，2023年公司激励计划授予共89人股权激励，激励占总股本比例为0.9%。首次授予限制性股票的考核年度为2023-2025年三个会计年度，每个会计年度考核一次。公司对各考核年度的营业收入进行考核，根据考核当年营业收入较2022年营业收入的复合增长率，根据30%、28%、25%三档设置公司层面归属系数，从而确定股权激励比例。

表4: 公司股权激励安排与考核目标

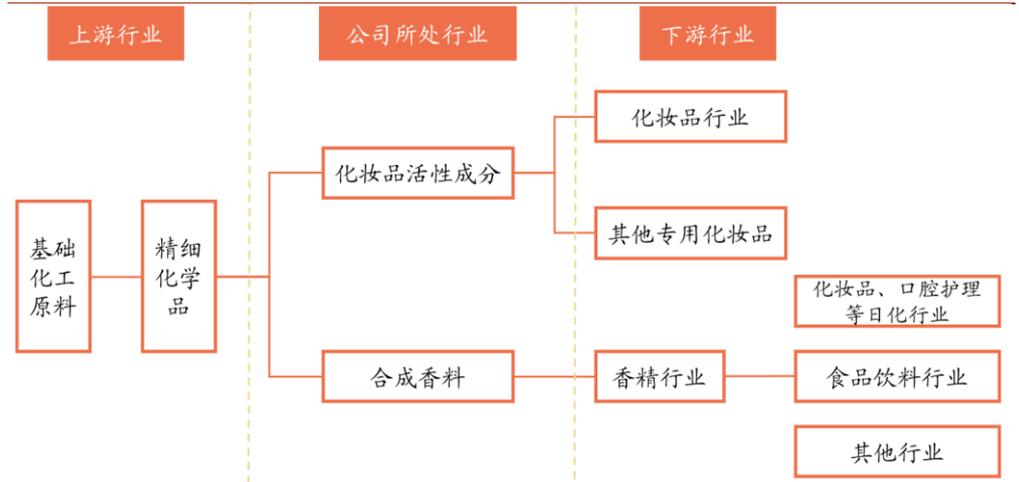
归属安排	考核年度	业绩考核目标		
		公司层面归属系数 100%	公司层面归属系数 90%	公司层面归属系数 80%
第一个归属期	2023年	考核当年度营业收入较2022年营业收入的复合增长率不低于30%	考核当年度营业收入较2022年营业收入的复合增长率不低于28%	考核当年度营业收入较2022年营业收入的复合增长率不低于25%
第二个归属期	2024年			
第三个归属期	2025年			

资料来源: 2023年公司限制性股票激励计划首次授予激励对象名单公告, 申港证券研究所

## 3. 行业发展: 终端需求拉动行业高景气

公司处于精细化工行业产业链的中游位置，主要原料为上游行业生产的基础化工原料，大多属于石油化工行业。公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一。受终端需求的回升拉动，防晒剂行业和香精香料行业高度景气。

图15：精细化工行业产业链



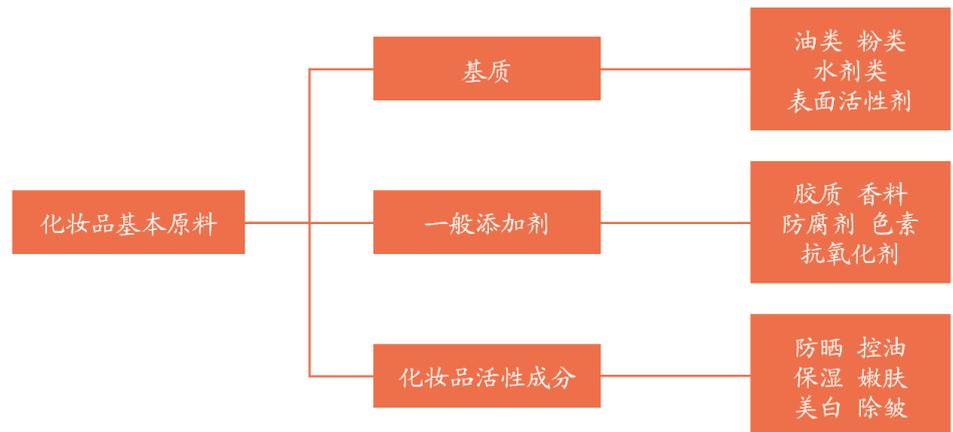
资料来源：招股说明书，申港证券研究所

### 3.1 防晒剂：终端市场拉动行业高增长趋势

#### 3.1.1 终端需求恢复 国内市场潜力大

防晒剂作为防晒化妆品的主要活性成分，消耗量受下游的化妆品需求拉动持续增长。据 Euromonitor 统计，2021 年我国化妆品行业市场规模超 5879 亿元，预计 2025 年市场规模将达到 9076.08 亿元。受益于下游化妆品行业的稳定增长，化妆品活性成分行业近几年也保持了较快的增长速度。而且随着收入水平的提高，消费者的消费结构不断升级，对于化妆品、化妆品活性成分都提出了更多、更高的要求，这一趋势有助于拉动化妆品活性成分行业持续增长。

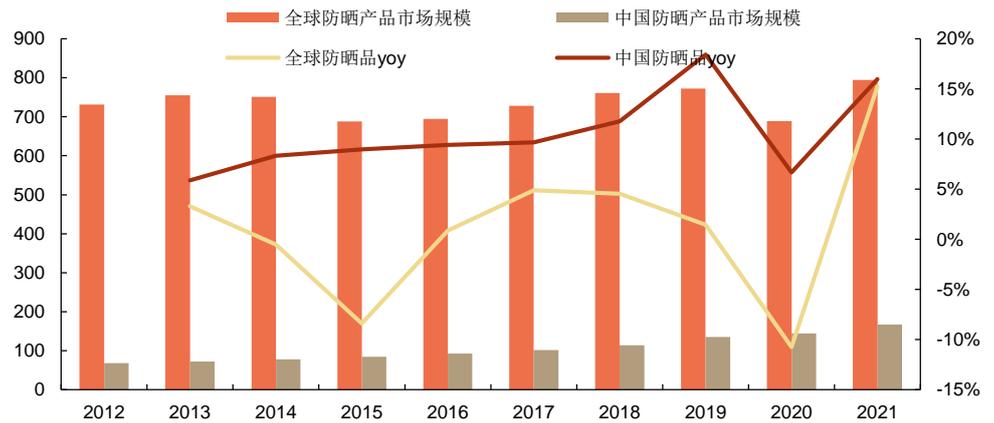
图16：化妆品的基本原料



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

终端市场规模增长迅速，我国防晒品近几年复合增速达 10.5%。我国防晒化妆品的市场规模从 2012 年的 68 亿元稳步增长至 2021 年的 167 亿元，CAGR 达 10.50%，远高于全球防晒化妆品市场的复合年均增长率 0.92%，正处于高速发展阶段。在 2020 年，防晒化妆品市场受公共卫生事件影响短期承压，2021 年已经逐步修复。我国防晒化妆品市场呈快速发展趋势。

图17: 全球和国内防晒化妆品市场规模及增速 (亿元, %)

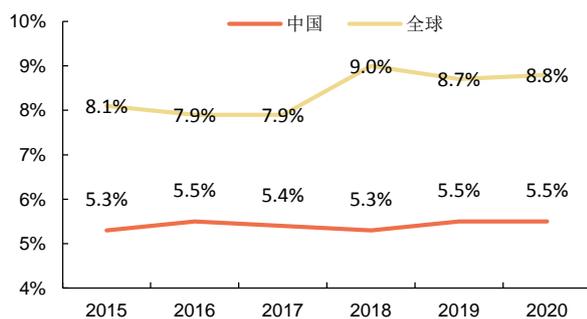


资料来源: 华经产业研究院, 申港证券研究所

我国防晒化妆品市场的渗透率有较大提升空间。全球防晒品的渗透率一直不高, 2020年以来的公共卫生事件也限制了部分地区的终端消费场景, 故影响了整个行业的发展速度, 但今年起消费场景复苏, 预计该行业的发展速度将得到释放。我国防晒化妆品市场起步较晚, 目前仍处于发展初期阶段。2015年以来, 我国防晒化妆品的渗透率稳定在 5.5%左右。2020年, 我国防晒化妆品的渗透率为 5.5%, 低于全球平均 8.8%, 与成熟市场仍有较大差距。

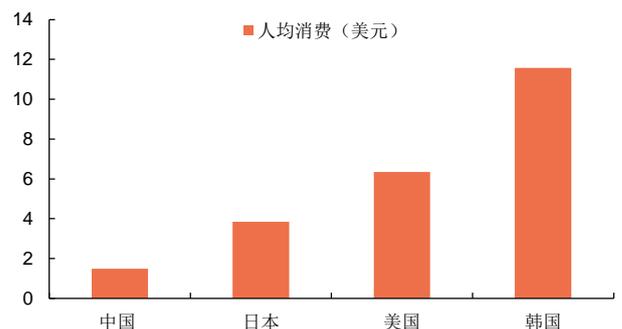
我国人均防晒品消费额较低, 随着人均可支配收入的提升有望持续增长。2020年, 我国人均防晒化妆品消费额为 1.49 美元, 而日本、美国、韩国的人均防晒化妆品消费额分别为 3.85、6.35、11.58 美元。我国防晒化妆品人均消费额不及韩国市场的七分之一, 仍有较大的发展空间。随着我国经济发展和人居可支配收入的提升, 以及化妆品消费习惯和消费理念的培育, 该市场与发达国家之间的巨大差距有望不断缩小。

图18: 中国和全球防晒品渗透率平均值对比 (%)



资料来源: 华经产业研究院, 申港证券研究所

图19: 2020年中国和其他国家防晒品人均消费对比 (美元)

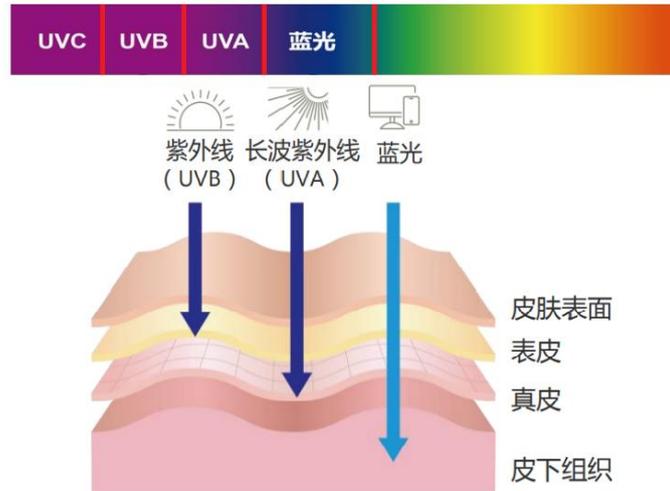


资料来源: 中研网, 申港证券研究所

### 3.1.2 防晒剂应用领域扩展 预计 2023-2025 年行业快速发展

防晒产品从专注防御 UVB 向抗 UVA、蓝光乃至全波段转变。不同波长的紫外线对皮肤具有不同程度的威胁。传统防晒主要专注太阳光照的直晒 (UVB), 而长波紫外线 UVA 可抵达皮肤真皮层, 会导致人的皮肤变黑、老化甚至受到一定程度的损伤。随着消费者对 UVA 认知程度的不断提升, 同时具备防御 UVA、UVB 功能的新型化学防晒产品更受消费者青睐。该消费趋势传导至上游防晒原材料表现为利好阿伏苯宗、奥克立林、二苯酮、水杨酸乙基己酯、P-S 等化学防晒原料。

图20: UVB、UVA、蓝光对皮肤的威胁



资料来源: 凯度消费者指数, 申港证券研究所

**防晒剂的应用场景不断拓展。**除常规的防晒霜、防晒乳之外, 其他类型的化妆品也开始注重防晒功能, 防晒剂的应用领域也越发广泛, 在唇膏、面霜、眼霜中都有应用。

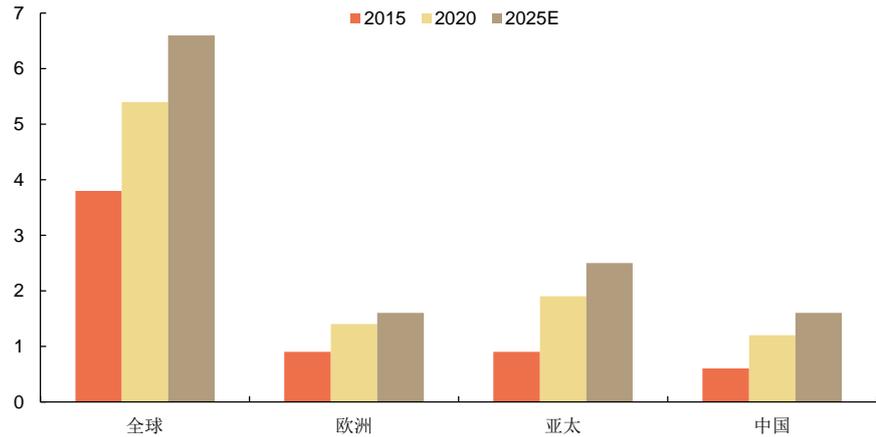
图21: 具有防晒功能的唇膏、眼霜、面霜产品



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

**预测防晒剂消耗量仍有大幅上涨趋势。**根据华经产业研究院数据, 2025 年全球防晒剂消耗量预计可达 6.6 万吨; 2015-2020 年全球防晒剂消耗量由 3.8 万吨增长至 5.4 万吨, 其中, 中国防晒剂消耗量由 0.6 万吨增长至 1.2 万吨, 翻了一倍, 增速较高。预计 2025 年全球防晒剂消耗量可达 6.6 万吨, 其中中国将达到 1.6 万吨, 2020-2025 年复合增速约为 7%, 但由于 2020-2022 年受公共卫生事件的影响, 户外场景受限导致的防晒行业增速放缓, 预期在 2023-2025 年行业发展得到快速修复。从消费者端的角度来看, 防晒品类在 2023 年的升温趋势明显, 根据用户说《2023 年中国化妆品行业发展趋势报告》, 消费者对防晒的关注度和讨论度也正增强, 防晒品类备受关注, 热议声量实现了 43.8% 增长。

图22: 2015、2020、预测 2025 年分地区防晒剂消耗量 (万吨)



资料来源: 华经产业研究院, 申港证券研究所

### 3.1.3 防晒剂市场集中度高 科思是中国龙头

防晒剂的市场集中度较高。全球防晒剂的销售额主要集中在巴斯夫、德之馨等大型跨国公司，其在规模、技术、市场等方面均具有传统优势。随着中国化工行业的发展和国内化妆品行业市场规模的快速增加，质量优异并且拥有成本优势的国内防晒剂企业开始纳入国际化妆品原料供应体系，拥有了更广阔的发展空间。国内以科思股份为代表的少数优势企业经过长期研发积累和市场培育，不断改进生产技术、提升产品品质、降低成本，优化市场渠道，已经占有了可观的市场份额并持续扩大，形成了良好的发展态势。

表5: 公司主要竞争对手情况

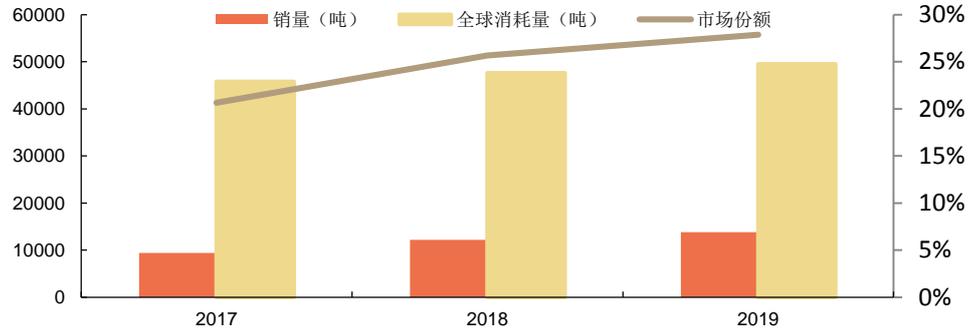
公司名称	公司简介	主要竞争产品
科思股份	前身南京科思工贸有限公司成立于 2000 年，是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，具备防晒剂系列产品的研发和生产能力，也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一。	阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 等
巴斯夫 (BASF)	成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一。业务覆盖 6 大板块，即化学品、功能性产品、功能性原材料和方案、农业解决方案、石油和天然气、其他。在全球的 41 个国家拥有超过 160 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等防晒剂产品；铃兰醛等合成香料产品
德之馨 (Symrise)	于 2003 年由 Haarmann&Reimer 和 Dragoco 两家公司合并而成。业务主要分为三大板块，即香料香精、营养品、个人护理。2018 年，全球销售额超过 31 亿欧元。	原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等个人护理产品
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、水杨酸异辛酯产品
美丰化工	成立于 2003 年 11 月 18 日，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、阿伏苯宗等防晒剂产品

资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

科思是中国龙头，市场份额提升。公司与众多优质客户长期合作，市场占有率快速提高。根据 Euromonitor 预计，2016 年至 2021 年，全球防晒剂消耗量将由约 44,000 吨增长至约 52,000 吨，年均复合增长率约 4%。假设 2017 年、2018 年、2019 年全球防晒剂消耗量均较上年复合增长 4%。公司 2017-2019 年防晒剂市场

销量占全球市场份额比例分别为 20.65%、25.67%和 27.88%。公司防晒剂产品的总销售量位居同行业前列，市场份额保持较快增长。

**图23：科思股份市场份额（估算值）占比提升**



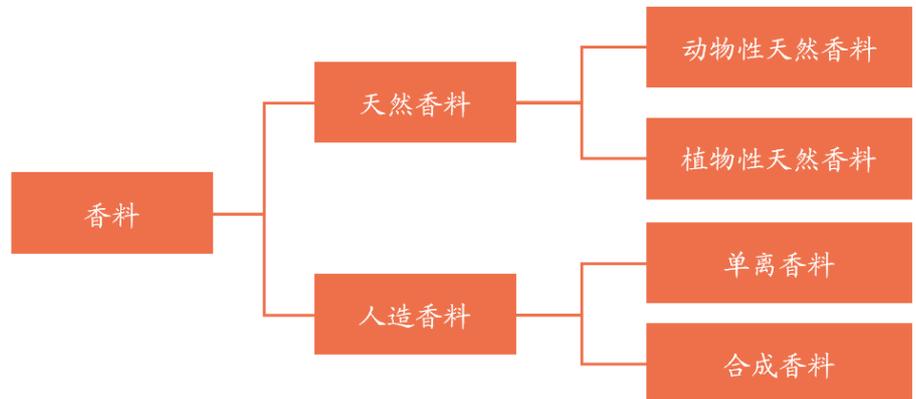
资料来源：招股说明书，申港证券研究所

### 3.2 香料香精：应用范围广 全球市场集中度高

#### 3.2.1 产品应用广泛 市场规模不断扩张 向发展中国家转移

香料香精主要用于食品饮料、日用化学品、烟草等加香产品。香料香精是加香产品配套的重要原材料。香料是从含香天然物质中提取或以石油化工等产品为主要原料，通过化学合成得到的致香物质。根据香料来源，可将其分为天然香料和人造香料，其中天然香料又可分为动物性天然香料和植物性天然香料，人造香料也可分为单离香料和合成香料。香精是将不同香料及助剂、辅料等按照配方和工艺调配制得具有一定香型的复杂混合物，其成分主要有主香剂、调和剂、变调剂和定香剂。公司产品主要是合成香料。

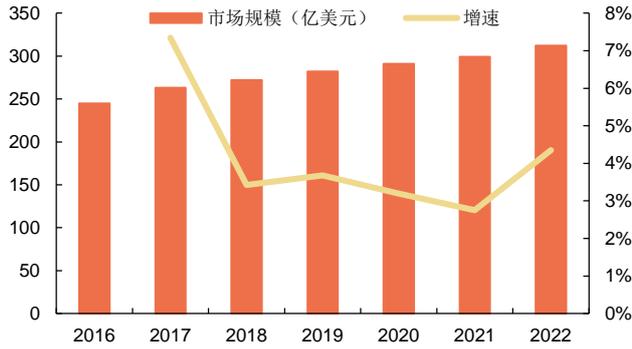
**图24：香料的分类**



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

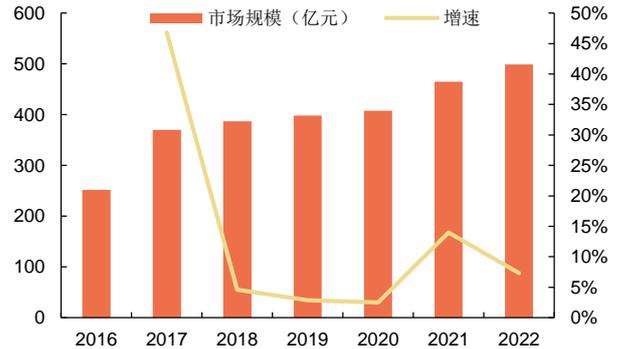
近年来，香精香料市场发展速度回升。根据 Leffingwell&Associates 的统计数据，自 2016 年至 2022 年国际香精香料市场规模持续稳定增长，由 2016 年的 245 亿美元增长至 2022 年的 312 亿美元，年复合增长达 4.11%，预计 2023 年全球香精香料市场规模将达 322 亿美元。近年来，随着我国经济水平得持续增长，食品、医药、饮料、日化等行业的规模不断扩张，带动我国香精香料行业的持续稳定的增长，根据中国香料香精化妆品工业协会公布的数据，我国香精香料市场规模由 2016 年的 252 亿元增长至 2022 年的 499 亿元，2016-2022 年均复合增长率为 12.06%。中商产业研究院预测，2023 年我国香精香料市场规模将达 533 亿元。

图25: 2016-2022 全球香精香料市场规模及增速



资料来源: Leffingwell&amp;Associates, 中商产业研究院, 申港证券研究所

图26: 2016-2022 中国香精香料市场规模及增速



资料来源: 香料香精化妆品工业协会, 中商产业研究院, 申港证券研究所

香精香料的销售中心不断向发展中国家转移。目前, 全球香精香料市场主要集中在欧美及亚太地区, 新兴国家需求增长较快。根据 IHS Markit 数据显示, 2021-2026 年全球香精香料市场将以年均 3.6% 的速度增长, 日本、北美和西欧地区的香精香料市场增速降低, 约为每年 1.1%~1.5%, 而印度次大陆、中国和东南亚地区需求增速要高得多。IHS Markit 预测, 在此期间, 印度次大陆的年增长率约为 7.5%, 中国约为 6.1%, 东南亚约为 4.5%。其他地区, 包括非洲、中欧、独联体和波罗的海国家、中东和其他东北亚地区, 预计年均增长速度在 3%~4%。近几年, 行业的龙头企业频繁在我国开设制造工厂和研究所。

表6: 香精香料龙头企业在我国开设工厂、实验室

年份	项目
2018	IFF 位于南京的天然产物研究所 (Natural Product Research lab) 开始营业 IFF 位于苏州市的香精香料工厂开始运作
2019	奇华顿食用香精香料 (南通) 有限公司二期项目开业 意美芬在张家港式启用其全球最大的食用香精制造厂
2020	奇华顿香精香料 (常州) 有限公司开业
2021	位于上海张江的奇华顿数字空间正式启用
2022	德之馨南通工厂试投产圆满成功

资料来源: 奇华顿官网, 搜狐《美国国际香精香料在中国成立新工厂和研究所》, 中国新闻网《全球最大香精香料私人企业芬美意在华新工厂开业》, 思瀚产业经济研究院《香精香料行业市场数据情况分析》, 环球精细化工《正式投产! 德之馨南通工厂项目试投产圆满成功》, 申港证券研究所

### 3.2.2 行业壁垒高 全球市场高度集中

因香精香料产品受到安全性和环境影响的监管愈发严格, 行业壁垒较高。香料香精主要用于食品、化妆品、日化品等产品中, 与消费者接触密切, 与消费者的身体健康息息相关。因此香料香精产品的安全性极为重要, 监管部门也予以了充分的关注。各国对于食用香精都有明确的种类和用量限制。近年来对于化妆品、日化品所使用的香料香精产品也加强了监管, 主要通过列示禁用清单的方式进行管理, 并保持对清单的更新。

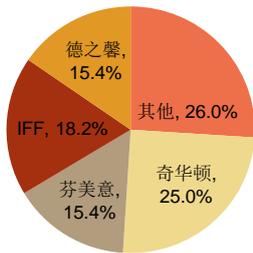
表7: 近年各国对香料香精产品的监管愈发严格

国家或组织	法律名称	时间	主要内容
欧盟	《欧盟化妆品法规》	2017.08	将新铃兰醛(HICC)、苔黑醛(Atranol)与氯化苔黑醛(Chloroatranol)三种香精过敏原列入欧盟化妆品法规化妆品禁用物质清单。
欧盟	《欧盟化妆品法规》	2021.11	对欧盟化妆品法规相关规定进行更新。将 ZPT 作为禁用物质添加至欧盟化妆品监管, ZPT 在欧盟化妆品中被正式禁用。
欧盟	《玩具安全指令》	2022.07	规定了玩具中的 66 种致敏香料, 禁止清单中过敏性香精数量从 55 增加到 58。

资料来源: 知乎《外企查-欧盟玩具安全指令中对过敏性香精的要求》, 搜狐网《欧盟正式禁用3种香精过敏原》, 《欧盟化妆品新规出台, 这些物资被禁用!》, 申港证券研究所

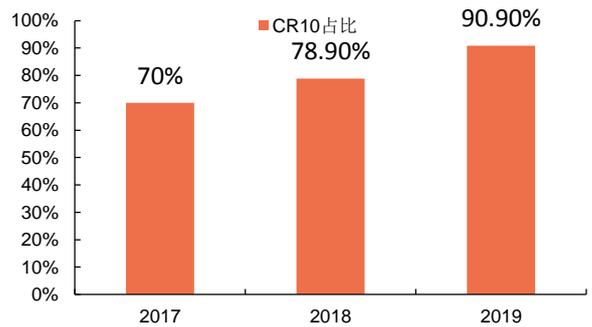
**2019 年香料香精行业高度集中, CR10 占比超过 90%。**根据艾媒咨询数据显示, 2020 年全球香料香精市场四大巨头企业市场份额占比高达 74.0%, 其中, 奇华顿、IFF、芬美意和德之馨四家公司市场份额均高于 15%; 2019 年全球香料香精企业 CR10 就达到了 90.9%。因为行业壁垒较高, 未来市场格局预期将趋于稳定。2020 年, 世界前四大香料香精公司分别为奇华顿、IFF、芬美意、德之馨, 占比分别为 25%、18.2%、15.4%、15.4%。

图27: 2020 年全球香精香料企业市场份额



资料来源: 艾媒数据中心, 企业财报, 申港证券研究所

图28: 2017-2019 年全球香精香料行业 CR10 占比



资料来源: 艾媒数据中心, 企业财报, 申港证券研究所

**香精香料竞争对手集中度较高。**全球防晒剂的销售额主要集中在巴斯夫、德之馨等大型跨国公司, 其在规模、技术、市场等方面均具有传统优势。随着中国化工行业的发展和国内化妆品行业市场规模的快速增加, 质量优异并且拥有成本优势的国内防晒剂企业开始纳入国际化妆品原料供应体系, 拥有了更广阔的发展空间。国内以科思股份为代表的少数优势企业经过长期研发积累和市场培育, 不断改进生产技术、提升产品品质、降低成本, 优化市场渠道, 已经占有了可观的市场份额并持续扩大, 形成了良好的发展态势。

表8: 公司主要竞争对手情况

公司名称	公司简介	主要竞争产品
科思股份	前身南京科思工贸有限公司成立于 2000 年, 是全球最主要的化学防晒剂制造商之一, 具备防晒剂系列产品的研发和生产能力, 也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一。	铃兰醛 (LLY)、对叔丁基苯甲醛 (TBB)、对甲氧基苯甲醛 (PMOB)、合成茴脑 (AT)、2-萘乙酮 ( $\beta$ -U80)、对甲基苯乙酮 (TAP) 等
巴斯夫 (BASF)	成立于 1865 年, 是全球领先的化工公司之一。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。在全球的 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。	铃兰醛等合成香料产品
克拉玛 (Emerald-KalamaChemical)	美国一家全球性的化工企业, 2015 年收购 Innospec (英诺斯派) 芳香化学品相关资产。主要产品包括防腐剂和、抗菌剂、香精和香料中间体、增塑剂、改性剂、成膜助剂和合成中间体。	铃兰醛产品
森馨科技 (Sensient Technologies)	成立于 1882 年, 在全球 30 多个国家 77 个地区分别建立了分公司、工厂和办事处。森馨科技集团主要生产新型、高科技色素和香精香料产品, 客户群体主要涉及饮料、乳品、糖果、日化、化妆品、医药等行业。	茴脑产品
万香国际	主要从事天然香料、合成香料、香精的研发、生产与销售。公司总部位于上海, 在上海浦东和江苏淮安拥有生产和研发基地, 两个基地均拥有独立的研发中心和中试车间。万香国际还拥有全球性的营销网络, 在美	茴脑产品

公司名称	公司简介	主要竞争产品
	国、英国、新加坡、印度等国设有销售分公司、办事处及联络处，以拓展全球营销市场。万香国际已成为奇华顿、芬美意、高砂、宝洁、联合利华、高露洁等世界著名香精香料公司和日用品公司的主要供应商。	

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

## 4. 核心竞争力：产品管线拓展+产能扩张 优质客户深度绑定

### 4.1 产品布局：产品矩阵丰富 布局高增长赛道

公司主要产品包括化妆品活性成分及其原料、合成香料等日用化学品原料。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、紫外线吸收剂中。主要产品包括阿伏苯宗、奥克立林、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、水杨酸异辛酯、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪等。合成香料是通过化学合成方法生产的香料，公司的合成香料产品主要包括铃兰醛、对叔丁基苯甲醛、对甲氧基苯甲醛、合成茴脑等，主要在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。

表9：公司主要产品介绍

产品类型	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	一种主要的紫外线 UVA 防晒剂，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	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	二苯甲酮、异辛醇
	对甲氧基肉桂酸异辛酯	UVB 区紫外线的良好吸收剂，是目前全世界范围内最广泛使用的紫外线 UVB 防晒剂，广泛应用于配制防晒霜、膏、乳液等护肤化妆品	对甲氧基苯甲醛、异辛醇
	原膜散酯	一种紫外线 UVB 防晒剂，适合抗水配方。保护皮肤不受 UVB 照射的损伤	水杨酸甲酯、异佛尔酮
	水杨酸异辛酯	一种较弱的紫外线 UVB 防晒剂，紫外线吸收能力较小但相对于其他大多数防晒剂较安全且廉价，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	一种新型广谱紫外线吸收剂，能同时吸收 UVA 和 UVB，与其他化学防晒剂搭配使用，能显著增加其 SPF 值	间苯二酚、对溴苯甲醚
	对甲氧基苯乙酮	常用于高级化妆品和皂用香精中，在肥皂中有很高的稳定性	三氯化铝、苯甲醚
	对叔丁基苯甲酸甲酯	一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体，主要用途之一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	一种理化性质稳定的维生素 C 衍生物，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	具有铃兰花香香味，香气纯正，幽雅柔和，留香时间长，首尾香气差异较小。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	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	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	对苯酚、甲醇
	合成茴脑	具茴香的特殊香气，广泛用于香精、香料、医药及食品，在牙膏和含漱液中也广泛使用	三氯化铝、丙酰氯、苯甲醚
	2-萘乙酮	主要用以配制葡萄、草莓、柑橘和橙花等型香精；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	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	三氯化铝、乙酰氯、甲苯
其他产品	对叔丁基苯甲酸甲酯	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：招股说明书，申港证券研究所

不断丰富产品结构，打造新的利润增长点。公司以产品为主导，重视产品研发与

产业化，形成了丰富的产品管线。公司的防晒剂产品二氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯、P-S 等已覆盖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，并为公司带来持续的业绩增长。近来，公司进一步拓展自身在氨基酸表面活性剂和 高分子增稠剂领域的业务布局，目前处于募集资金阶段。与传统含有硫酸盐成分的阴离子型表面活性剂相比，氨基酸表面活性剂具有温和、无毒、可降解、无残留等优良特性，预计将有良好的经济效益，为公司打造新的利润增长点，进一步提高公司的盈利能力。

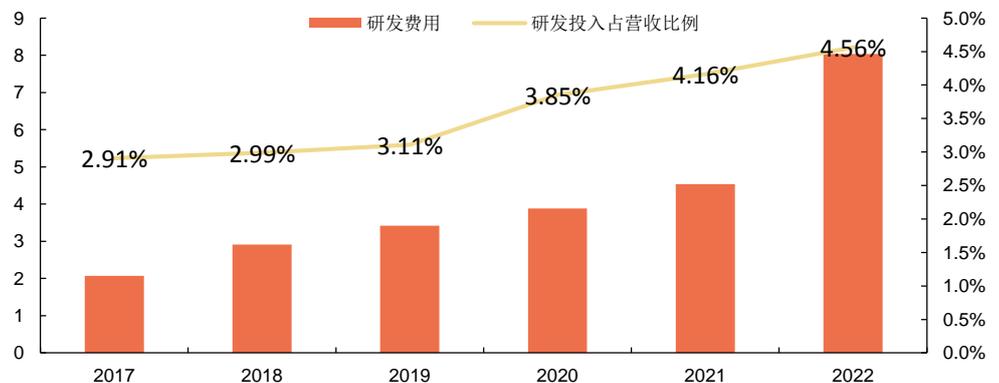
**新产品卡波姆在个人护理品领域广泛应用。**卡波姆是一种高分子水溶性增稠剂，在个人护理品中被作为美发产品的成膜剂和定型剂，牙膏及免洗消毒液的流变改性剂、增稠剂等。在世界范围内，卡波姆被少数精细化工企业垄断，其中美国路博润占全球卡波姆的绝大多数市场份额，国内目前仅天赐材料等企业有一定生产规模。卡波姆下游应用市场主要为个人护理和化妆品行业、制药业和工业，其中个人护理与化妆品行业占比最大，在 2019 年达到 65.37%。由于卡波姆的供给几乎垄断，属于卖方市场，下游议价能力很弱，因此卡波姆的生产有助于促进业绩增长，提高公司的市场竞争力。

#### 4.2 研发能力：资质齐全 重视研发创新

**资质齐全，产品获得欧盟认证。**目前，公司已建立符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系，并通过了美国 FDA 的现场审核，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、社会责任体系以及欧盟化妆品原料规范 (EFFCI) 的认证。公司的产品持续保证满足国内外监管机构的规范标准，同时满足客户高标准和个性化的品质管控要求。此外，公司高度重视产品的 REACH 注册工作。主要产品阿伏苯宗、原膜散酯、奥克立林、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、对甲氧基苯甲醛、合成茴脑、2-萘乙酮等都已完成注册。

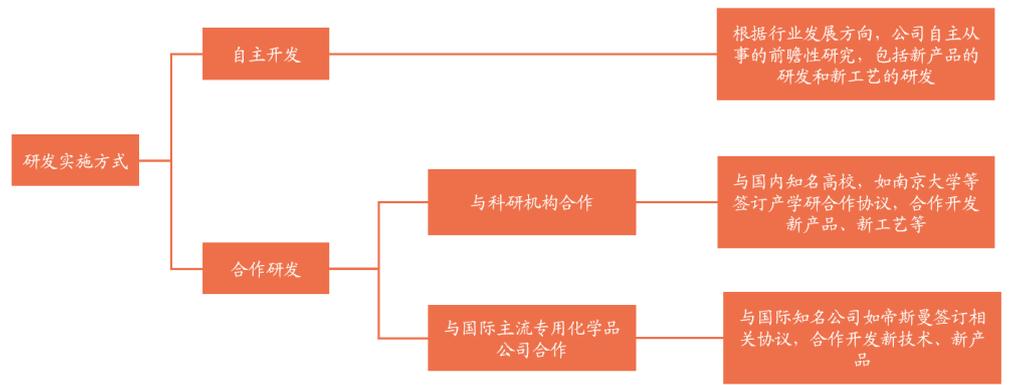
**坚定创新研发投入，研发投入比例不断增长。**公司一直以技术创新为企业发展的核心，坚持自主开发与技术引进并行的研发理念，紧跟国际技术前沿，不断开发迭代新技术，并汲取国外先进的制造工艺。过去五年，公司的研发投入持续增加，2022 年研发投入 8039.6 万元，研发支出总额占总营收的 4.56%。目前公司及其子公司已经掌握了多种防晒剂和合成香料最前沿的工艺技术及制造方法，研发水平处于行业领先地位。

图29：研发投入金额及其占总营收比例（千万，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

公司采用自主开发和合作研发并重的研发模式，并制定激励机制以提高研发人员积极性。公司的自主开发模式主要从事行业的前瞻性研究；合作研发分为与科研机构合作和与企业合作，主要合作开发新产品、新工艺等。此外，公司制定了《新产品开发激励制度》、《专利申报和管理制度》，在新产品开发完成后对项目组、专利发明人和有技术创新贡献的人员给予不同程度的奖励，有效激发了研发工作人员的工作热情和创新能力。

**图30：公司研发实施方式**


资料来源：招股说明书，申港证券研究所

**积极研发新品，拓展产品管线。**公司持续围绕现有核心技术开展市场导向的新产品、新工艺开发，在化妆品原料和合成香料领域储备优质项目，并积极推进以防晒为主的化妆品研究。公司主要在研发的防晒剂 PA 项目已经开发完成并启动工业化项目建设，未来有望增加公司新型防晒剂品类。2022年，公司新增专利申请 20 项，获得专利授权 31 项，其中发明专利 12 项。随着产品管线的不断拓展，公司有望吸引更多优质客户，为中长期发展做好战略规划，助推业绩增长。

**表10：公司主要在研项目**

项目名称	项目目的	项目进展	预期目标	预计对公司的影响
防晒增效剂 BHB	深挖防晒领域市场，丰富防晒相关品类	实验室研究阶段	开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求	不断做全、做细防晒相关品类，进一步巩固公司在防晒剂领域的龙头地位
物理防晒剂二氧化钛系列产品	拓展物理防晒剂市场	实验室研究阶段	在已开发完成的产品型号基础上，根据市场需求，不断丰富其他型号产品，满足不同客户、不同配方体系的需求	增加物理防晒剂产品，覆盖防晒剂全领域
物理防晒剂氧化锌系列产品	拓展物理防晒剂市场	实验室研究阶段	开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求	增加物理防晒剂产品，覆盖防晒剂全领域
卡波姆系列产品	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段	掌握高分子聚合反应技术，在现已开发完成产品型号基础上，丰富公司卡波姆系列产品线，满足不同客户、不同配方体系的需求	增加个人护理品原料品类，扩大营业规模
高端润肤剂	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段	开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求	增加个人护理品原料品类，扩大营业规模
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，产品品质符合市场需求	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
高效保湿剂	增加合成香料品类	实验室研究阶段	开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
高端合成香料产品	增加合成香料品类	实验室研究阶段	开发安全、环保和相对经济的工艺路线，产品品质符合市场需求	增加公司合成香料产品，扩大营业规模
防晒、清洁、保湿等配方应用	提升公司配方服务能力，并对相关原料开	实验室研究阶段	结合公司主要原料供应情况，开发符合市场需求的防晒、清洁、	提升公司配方服务能力，完善客户服务体系

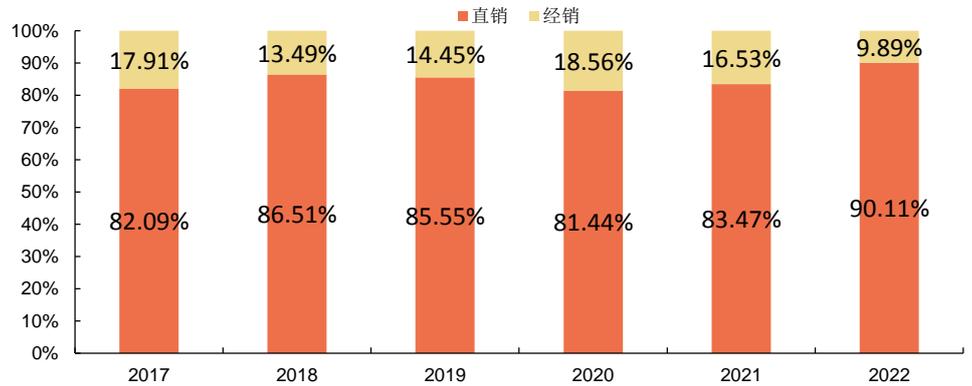
项目名称	项目目的	项目进展	预期目标	预计对公司的影响
用与复配开发	发进行品质验证		保湿等配方	

资料来源：公司 22 年报，申港证券研究所

### 4.3 销售渠道：直销经销相结合 深度绑定优质客户

**直销为主，经销为辅。**从销售模式来看，公司以直销为主。过去六年，公司的直销占比超过 80%，近三年呈上涨趋势，为主要销售模式。针对具有一定规模的大中型终端客户，公司主要运用自身的销售体系直接销售。对于地域相对集中但是单一客户需求量较小的客户群，公司主要通过经销商进行集中销售和服务，以提高效率、降低成本。

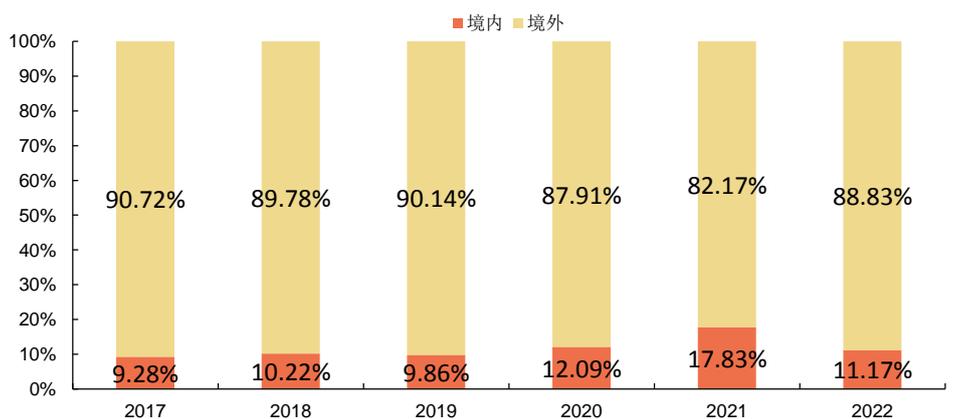
图31：业务收入按销售模式分类 (%)



资料来源：招股说明书，公司 21-22 年报，申港证券研究所

**公司以境外销售为主，占比约九成。**从销售区域看，境外为公司的主要销售市场，占比约为 82%~92%。境外客户一般为大客户及优质客户，公司的生产制造能力深受海外巨头认可。境内销售收入占主营业务收入的比例基本稳定在 10%左右。

图32：营业收入按地区分类 (%)



资料来源：招股说明书，公司 21-22 年报，申港证券研究所

**公司深度合作的下游客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。**公司已经成为国际市场客户的重要供应商之一，具备良好的产品品质、成本控制和质量管理体系，以及基于较长产业链和完整产品线形成的稳定、全面供应能力，已逐步成为主要客户的全球重要供应商之一。公司产品已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，前四家公司市占率高达 74%。

**深度绑定终端优质客户，与国际巨头长期合作。**公司的前十大客户具备规模大、实力强、资金实力雄厚、商业信誉好等特点。公司与客户长期合作，保持持续、稳定的产品供销关系。与国际巨头的长期合作有利于公司进一步强化产品质量，扩大自身规模，稳定市场地位。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，更换供应商的成本较高且周期长，因此稳定的合作关系也符合供需双方的利益。

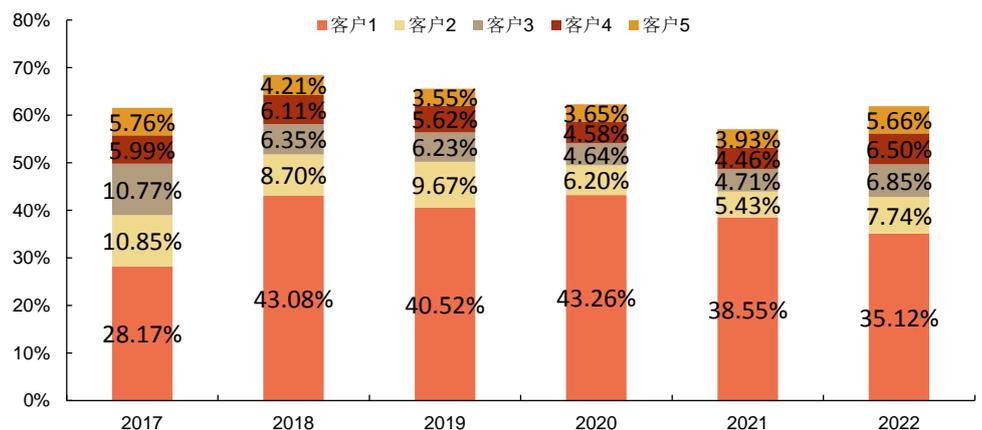
表11：与多家大型公司长期合作

客户名称	合作业务	开始合作时间	主要合作产品
帝斯曼	防晒剂、香料	2015	阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散脂、奥利克林、水杨酸异辛酯
德之馨	防晒剂、香料	2006	对甲氧基肉桂酸异辛酯、铃兰醛
亚什兰	防晒剂	2013	阿伏苯宗、奥利克林、原膜散脂
拜尔斯道夫	防晒剂	2016	阿伏苯宗、原膜散脂、水杨酸异辛酯
芬美意	香料	2005	对甲氧基苯醛
Sun Cel Inc.	防晒剂	2013	奥利克林
奇华顿	香料	2003	合成茴脑
欧莱雅	防晒剂	2014	阿伏苯宗
IFF	香料	2011	对甲氧基苯甲醛

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

**客户集中度较高，前五大客户占总营收近六成。**2022 年公司前五大客户收入占比为 61.88%，集中度较高。其中，帝斯曼为公司第一大客户，收入占比近四成。随着公司品牌效应逐渐显现，获得了更多优质客户的订单，大客户占比下降，但大客户的采购金额仍大幅上升。

图33：前五名客户合计销售金额占年度销售额比例 (%)

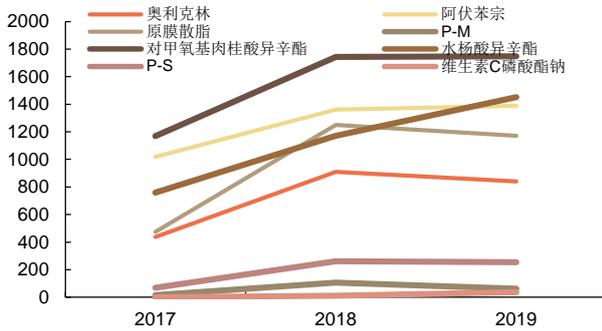


资料来源：招股说明书，公司 20-22 年报，申港证券研究所

**帝斯曼是公司营业收入比重较高的大客户。**公司于 2015 年开始与帝斯曼合作，在产品品质等方面逐步得到帝斯曼的认可，合作逐步加深，帝斯曼采购量逐渐加大。阿克立林、阿伏苯宗、原膜散酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯等产品的采购量增加，2018 年销售收入较 2017 年增加 11574.21 万元。且公司向帝斯曼

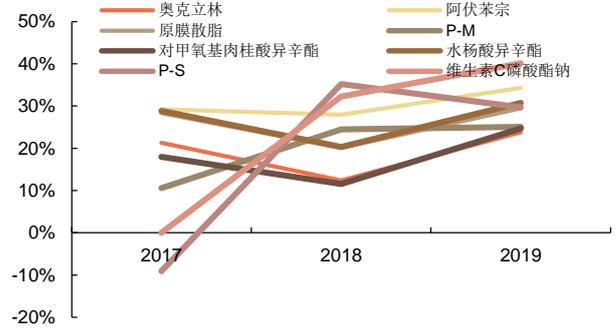
销售的产品种类不断增加,如苯基苯并咪唑磺酸、维生素 C 磷酸酯钠等,使得 2018 年销售收入增加了 1102.70 万元。

图34: 帝斯曼向公司采购产品的销售数量 (吨)



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

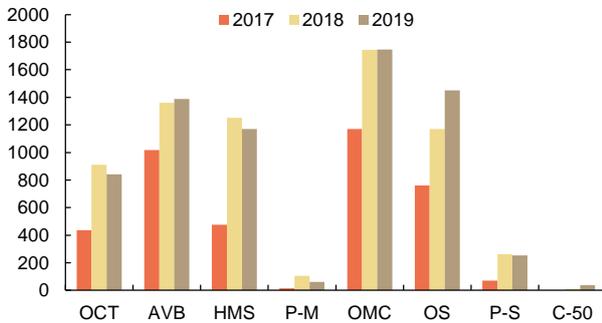
图35: 帝斯曼向公司采购产品的毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

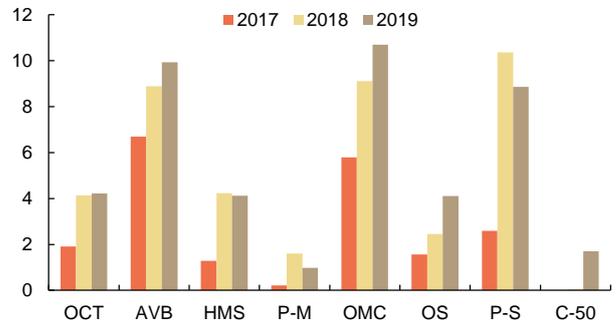
公司与帝斯曼深度合作, 共同研发的新型防晒剂 P-S、P-M 有望助推业绩增长。公司与帝斯曼签署的 P-S、P-M 《采购协议》约定, 在 2017 年至 2023 年期间, 双方为独家合作关系。公司与帝斯曼合作开发并向帝斯曼独家供应的 P-S、P-M 产品于 2016 年末建成试生产。随着生产线的建设和两个产品的逐步量产, 2018 年两款产品一共实现 9.7 亿元营收, 占比约为 12.3%, 2019 年, 两款产品一共实现 11.0 亿元营收, 占比约为 9%。未来随着供应关系的改变, 新型防晒剂 P-S、P-M 有望带来新的业绩增长。

图36: 向帝斯曼销售的各类细分产品销量 (吨)



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

图37: 向帝斯曼销售的各类细分产品销售额 (千万元)



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

帝斯曼与公司合作关系稳定, 粘性很强。2017-2019 年, 帝斯曼仅向公司采购相关产品, 同类产品不存在其他供应商。帝斯曼向公司采购产品品类较多, 包括奥克利林、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 等, 并且有品类拓展的趋势。公司注重通过持续的工艺优化和产品迭代深化与合作, 保证准确把握日用化学品原料领域的技术趋势与商业需求和业务发展方向的前瞻性与准确性。

表12: 2017-2019 年帝斯曼仅向公司采购相关产品

期间	主要产品	采购数量 (吨)	帝斯曼向公司采购占其酮类产品采购的比例
2017 年度	奥克利林、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 年度	奥克利林、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 年度	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、	6,949.74	100%

期间	主要产品	采购数量 (吨)	帝斯曼向公司采购占其 酮类产品采购的比例
	水杨酸异辛酯、P-S、维生素 C 磷酸酯钠		

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

公司持续加大市场开拓力度，拓展客户群体。在市场与营销方面，公司通过完善自身供应链体系建设，保证产品的稳定供应，满足客户需求。在为现有客户持续提供优质服务的同时，不断加深与优质客户的合作，积极响应客户需求，并通过募集资金投资项目丰富合成香料和化妆品活性成分业务结构，与现有客户建立更加紧密的供需关系。在与现有大客户建立稳定关系之外，公司积极拓展新客户，进一步加大新客户开发力度，并取得了较好的进展，尤其是对于新产品的市场拓展。公司持续做好应用与配方实验室建设，进一步完善客户服务体系；同时，公司优化营销团队建设，适应不断丰富的客户结构需求。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 核心假设

公司主要分为化妆品活性成分及其原料和合成香料两个主要业务，分别考虑量价销量增速辑下，预计产能是否能满足，故我们对销量同比、单价同比、单位成本同比做出如下假设：

#### 化妆品活性成分及其原料

- ◆ **销量：**综合考虑化妆品、防晒品全球年化增速，以及龙头市占率提升逻辑，我们假设 2023-2025 年化妆品活性成分及其原料销量增速分别为 30%/20%/15%。
- ◆ **单位成本：**公司所处赛道产品成本受上游原油价格波动的影响，故我们用历史原油价格变动与公司产品成本变动进行拟合，得出相关性后用预期原油价格计算，我们假设 2023-2025 年产品单位成本增速分别为 4.12%/6.34%/4.72%。
- ◆ **单价：**由于公司会根据成本调整售价，参考成本增速变化趋势，我们假设 2023-2025 年产品单价增速分别为 8%/10%/8%。

#### 合成香料

- ◆ **销量：**综合考虑合成香料全球需求增速，以及龙头市占率提升逻辑，我们假设 2023-2025 年合成香料销量增速分别 12%/11%/10%。
- ◆ **单位成本：**公司所处赛道产品成本受上游原油价格波动的影响，故我们用历史原油价格变动与公司产品成本变动进行拟合，得出相关性后用预期原油价格计算，我们假设 2023-2025 年产品单位成本增速分别为 0.15%/0.55%/0.26%。
- ◆ **单价：**由于公司会根据成本调整售价，参考成本增速变化趋势，我们假设 2023-2025 年产品单价增速分别为 8%/5%/5%。

表 13：科思股份盈利预测拆分

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体	营业收入 (亿元)	10.09	10.91	17.65	24.11	31.20	38.34
	同比	-7.41%	8.13%	61.85%	36.61%	29.41%	22.87%
	毛利率	32.97%	26.80%	36.66%	39.74%	42.06%	44.06%

化妆品活性成分及其原料	营业收入 (亿元)	6.52	7.31	14.41	20.23	26.71	33.17
	同比	-19.40%	12.17%	97.15%	40.40%	32.00%	24.20%
	毛利率	35.38%	28.47%	40.11%	42.27%	44.18%	45.88%
	销量 (吨)	10106.07	11229.04	16615.15	21599.70	25919.63	29807.58
	YOY	-28.23%	11.11%	47.97%	30%	20%	15%
	单价 (万元/吨)	6.45	6.51	8.67	9.37	10.30	11.13
	YOY	12.30%	0.95%	33.24%	8.00%	10.00%	8.00%
	单位成本 (万元/吨)	4.2	4.7	5.2	5.4	5.8	6.0
	YOY	6.72%	11.75%	11.55%	4.12%	6.34%	4.72%
	合成香料	营业收入 (亿元)	3.17	3.23	2.89	3.49	4.07
同比		30.74%	1.83%	-10.54%	20.96%	16.55%	15.50%
毛利率		31.23%	27.34%	23.22%	28.79%	31.81%	34.89%
销量 (吨)		5593.46	6464.50	5880.85	6586.55	7311.07	8042.18
YOY		30.44%	15.57%	-9.03%	12%	11%	10%
单价 (万元/吨)		5.67	4.99	4.91	5.30	5.57	5.85
YOY		0.23%	-11.89%	-1.67%	8.00%	5.00%	5.00%
单位成本 (万元/吨)		3.90	3.63	3.77	3.78	3.80	3.81
其他收入	营业收入 (亿元)	0.40	0.37	0.35	0.39	0.42	0.47
	同比	4.20%	-7.50%	-5.41%	10%	10%	10%
	毛利率	7.50%	-10.81%	5.71%	6.2%	6.7%	7.2%

资料来源: wind, 招股说明书, 公司 22 年报, 申港证券研究所

## 5.2 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 24.11/31.2/38.34 亿元, 同比增长-36.61%/29.41%/22.87%; 2023-2025 年公司归母净利润分别为 5.59/7.29/8.95 亿元, 同比增长 43.89%/30.56%/22.72%; 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 24.48X/18.75X/15.28X。

## 5.3 估值

选取同样为化妆品上游行业的嘉必优、天赐材料、华恒生物、华熙生物为可比公司。采用 Wind 一致预期, 可比公司 2023 年 PE 均值为 26.63 倍, 最高值为 34.45 倍, 最低值为 16.94 倍。考虑到科思股份是防晒剂龙头, 下游需求回升, 产能逐渐释放, 进军个护领域原料, 仍有较大成长空间, 我们给予 2023 年科思股份 PE 为 30 倍, 目标价格 98.96 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表14: 科思股份可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688089.SH	嘉必优	29.60	35.59	1.22	1.62	2.14	24.35	18.32	13.82
002709.SZ	天赐材料	40.78	785.15	2.41	3.20	3.99	16.94	12.75	10.23
688639.SH	华恒生物	86.86	136.53	2.82	4.10	5.49	30.78	21.21	15.84
688363.SH	华熙生物	90.55	436.16	2.63	3.37	4.15	34.45	26.90	21.80
	均值			2.27	3.07	3.94	26.63	19.79	15.42

资料来源: Wind, 申港证券研究所 (截至 2023.07.06)

## 6. 风险提示

**主要原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为化工原料, 由于化工原料的价格受国际形势、国内宏观经济变化和供求关系等多种因素的影响, 价格变动具有不

确定性，将会对公司盈利情况产生一定的风险。

**汇率波动风险：**公司出口收入比例较高，出口产品主要采用美元、欧元计价。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。

**环保风险：**公司在生产过程中要排放一定的废水、废气和固体废弃物。随着社会对环境保护的日益重视，我国政府未来可能会出台更为严格的环保标准；若公司不能及时对生产设施进行升级改造以提高废弃物的处理能力，将给公司生产经营带来不利影响。

**盈利预测中假设偏离真实情况的风险：**我们主要基于两种主要产品的销量、单价、单位成本增速的假设对公司未来业绩预测。若实际经营情况不及假设条件，则盈利预测结果将与真实情况出现偏差。对于 2023 年业绩，我们用公司主要业务化妆品活性成分及其原料的预测举例：

- ◆ 若化妆品活性成分及其原料销量增速较假设下降 1pct，则归母净利润下降 1.75 亿元 (0.7pct)。
- ◆ 若化妆品活性成分及其原料单价较假设下降 1pct，则归母净利润下降 1.84 亿元 (2.48pct)。

表15: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1090	1765	2411	3120	3834	流动资产合计	1075	1331	2548	2668	3503				
营业成本	799	1118	1453	1808	2145	货币资金	212	544	1333	1256	1778				
营业税金及附加	9	13	18	23	28	应收账款	166	291	396	513	630				
营业费用	13	17	27	37	46	其他应收款	1	1	1	1	2				
管理费用	82	106	169	265	383	预付款项	4	5	7	8	10				
研发费用	45	80	121	172	230	存货	336	454	597	743	881				
财务费用	9	-26	-24	-31	-38	其他流动资产	26	36	49	64	78				
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	761	939	924	880	824				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	20	20	20				
投资净收益	16	5	7	10	12	固定资产	605	672	606	539	470				
营业利润	157	464	666	869	1066	无形资产	46	90	121	129	126				
营业外收入	1	1	1	1	1	商誉	0	0	0	0	0				
营业外支出	3	4	3	4	3	其他非流动资产	8	48	66	85	105				
利润总额	155	461	664	867	1064	资产总计	1836	2271	3472	3547	4326				
所得税	22	73	105	138	169	流动负债合计	225	284	1174	840	1114				
净利润	133	388	559	729	895	短期借款	0	0	0	0	0				
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	176	192	259	322	382				
归属母公司净利润	133	388	559	729	895	预收款项	0	0	0	0	0				
EBITDA	236	523	724	923	1114	一年内到期的非流动负债	2	2	3	3	3				
EPS (元)	1.18	2.29	3.30	4.31	5.29	非流动负债合计	21	41	38	35	35				
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0				
成长能力						应付债券	0	0	0	0	0				
营业收入增长	8.13%	61.85%	36.61%	29.41%	22.87%	负债合计	246	325	1211	874	1148				
营业利润增长	-19.64%	195.53%	43.65%	30.46%	22.66%	少数股东权益	0	0	0	0	0				
归属于母公司净利润增长	-18.72%	192.13%	43.89%	30.56%	22.72%	实收资本(或股本)	113	169	169	169	169				
获利能力						资本公积	880	823	823	823	823				
毛利率(%)	26.76%	36.66%	39.74%	42.06%	44.06%	未分配利润	575	915	1202	1576	2036				
净利率(%)	12.18%	21.99%	23.17%	23.37%	23.34%	归属母公司股东权益合计	1590	1945	2261	2673	3178				
总资产净利润(%)	7.24%	17.09%	16.08%	20.56%	20.68%	负债和所有者权益	1836	2271	3472	3547	4326				
ROE(%)	8.36%	19.95%	24.70%	27.28%	28.15%	现金流量表					单位:百万元				
偿债能力						经营活动现金流	152	287	1233	159	931				
资产负债率(%)	13%	14%	35%	25%	27%	净利润	133	388	559	729	895				
流动比率	4.78	4.69	2.17	3.18	3.15	折旧摊销	70	86	82	85	86				
速动比率	3.28	3.09	1.66	2.29	2.35	财务费用	9	-26	-24	-31	-38				
营运能力						应付账款减少	-27	-126	-105	-117	-117				
总资产周转率	0.62	0.86	0.84	0.89	0.97	预收账款增加	0	0	0	0	0				
应收账款周转率	7	8	7	7	7	投资活动现金流	-39	75	-226	51	-59				
应付账款周转率	6.77	9.59	10.70	10.75	10.89	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	-20	0	0				
每股收益(最新摊薄)	1.18	2.29	3.30	4.31	5.29	投资收益	16	5	7	10	12				
每股净现金流(最新摊薄)	0.83	1.91	4.66	-0.45	3.08	筹资活动现金流	-19	-39	-218	-286	-351				
每股净资产(最新摊薄)	14.08	11.49	13.35	15.79	18.77	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	68.61	35.23	24.48	18.75	15.28	普通股增加	0	56	0	0	0				
P/B	5.73	7.03	6.05	5.12	4.30	资本公积增加	0	-56	0	0	0				
EV/EBITDA	37.73	25.09	4.74	13.45	10.68	现金净增加额	94	323	789	-76	522				

资料来源: wind, 申港证券研究所

## 分析师介绍

孔天祎，上海财经大学学士，美国东北大学硕士，曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验，善于挖掘消费行业投资机会，2021年加入申港证券，现任轻纺美妆行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评价体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上