

科思股份 (300856)

科思五问-深度解析美护原料全球龙头壁垒与路径

买入 (维持)

2024年04月22日

证券分析师 吴劲草
执业证书: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证书: S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

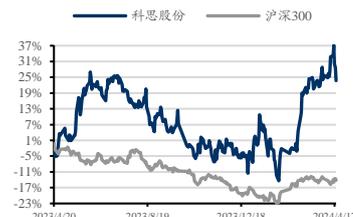
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,765	2,400	3,021	3,749	4,573
同比 (%)	61.85	35.99	25.86	24.10	21.98
归母净利润 (百万元)	388.11	733.59	926.79	1,176.31	1,459.89
同比 (%)	192.11	89.02	26.34	26.92	24.11
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.29	4.33	5.47	6.95	8.62
P/E (现价&最新摊薄)	38.44	18.35	14.53	11.44	9.22

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **增长驱动: 价还是量?** 2022年以来呈现量价齐升趋势。(1) 价格: 一方面结构性产品升级对价增或有持续性贡献, 另一方面对于已有产品具备较强的议价权和提价能力。(2) 销量: 随着终端需求的恢复, 产能利用率也有所恢复, 首发募投项目、可转债项目和马来西亚项目等扩产计划的逐步落地也将有效扩充公司的产能规模。
- **需求市场: 从何增长?** 防晒剂全球规模超5万吨, 增长驱动从欧美市场转向亚太市场。我国防晒品市场增速领先于全球, 且防晒品市场增长快于护肤品整体, 渗透率提升空间大。价格角度, 均价更高的新型防晒剂在防晒产品中应用扩大, 推动防晒剂整体均价也呈现提升趋势。
- **下游客户: 何种诉求?** 基于品牌声誉和化妆品原料丰富度考虑, 下游品牌商客户对于原料安全&生产质量管控高度重视, 且对于具有多品类供应能力的原料商更为青睐。从成本结构角度看, 防晒剂占下游客户终端产品成本占比极低(我们预计低于1%), 下游品牌商对防晒剂原料价格敏感度相对较低。
- **供给壁垒: 何以高筑?** 公司具备生产与质量管理体系优势, 可满足客户的高标准要求。公司产品主要供给对于质量管控&专利等要求较高的国内外大型客户, 提供质优价廉的产品, 小的原料厂商从客户量级、产品品质、价格等方面和公司均不具有可比性。
- **企业特点: 周期&成长?** 成立二十余年以来, 公司经营业务不断实现跨越式的发展, 成长性显著, 目标成为全球个人护理原料龙头。而且, 基于较高的品类市占率和下游客户对价格不太敏感的特点, 单个产品看价格波动有限。总体来看, 我们认为公司的成长属性远大于周期属性。2023年4月, 公司发布股权激励计划, 业绩考核目标分为三档, 对应2023~2025年营业收入分别较2022年增速CAGR不低于30%/28%/25%。股权激励计划有利于绑定核心员工利益, 促进发展战略更好地落地。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是稀缺的化妆品原料全球龙头, 需求较为旺盛、新品类推出较快, 推动业绩持续高增。我们维持2024~26年归母净利润分别为9.3/11.8/14.6亿元, 2024~26年归母净利润分别同增26%/27%/24%当前市值对应2024~26年PE为15x/11x/9x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、重要客户流失。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	79.50
一年最低/最高价	52.90/88.80
市净率(倍)	4.86
流通A股市值(百万元)	12,925.81
总市值(百万元)	13,462.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.35
资产负债率(% ,LF)	30.16
总股本(百万股)	169.34
流通A股(百万股)	162.59

相关研究

- 《科思股份(300856): 2023 年报及 2024Q1 业绩点评: 业绩高增, 结构性产品升级驱动持续成长》
2024-04-17
- 《科思股份(300856): 2023 年三季度报点评: 新产品推进顺利, 期待 Q4 旺季更旺》
2023-10-23

内容目录

1. 增长驱动：价还是量？	4
2. 需求市场：从何增长？	9
3. 下游客户：何种诉求？	13
4. 供给壁垒：何以高筑？	15
5. 企业特点：周期&成长？	16
6. 盈利预测与投资评级	18
6.1. 盈利预测.....	18
6.2. 估值比较.....	19
6.3. 投资建议.....	20
7. 风险提示	20

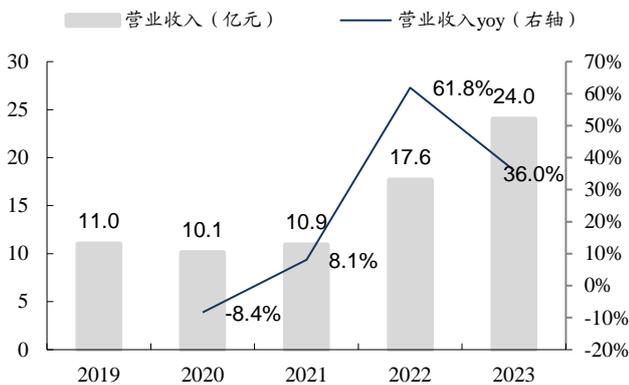
图表目录

图 1:	公司营业收入和同比增速.....	4
图 2:	公司归母净利润和同比增速.....	4
图 3:	公司化妆品活性成分及其原料销量和单价变化.....	4
图 4:	公司化妆品活性成分及其原料销量和单价 yoy.....	4
图 5:	化妆品活性成分占比提升且种类增加明显.....	5
图 6:	新产品单价大多高于传统防晒剂.....	5
图 7:	结构变化前后销量占比.....	6
图 8:	结构变化前后毛利占比.....	6
图 9:	公司毛利率变动及原因分析.....	7
图 10:	公司提价滞后于成本上涨且议价权相对较强.....	8
图 11:	公司扩产项目概况.....	8
图 12:	2016 年和 2021 年全球防晒剂市场规模.....	9
图 13:	2016-2021 年全球防晒剂市场规模 CAGR 为 4%.....	9
图 14:	2017-2023E 中国和全球防晒品市场规模及增速.....	9
图 15:	2017-2023E 中国防晒化妆品和护肤品市场规模及增速.....	10
图 16:	2019 年各国防晒产品渗透率.....	10
图 17:	防晒的社媒讨论核心关注点.....	11
图 18:	玉泽和修丽可防晒新品中均添加新型防晒剂.....	12
图 19:	2020-2022 年 TOP10 防晒剂成分应用产品数 CAGR.....	12
图 20:	德之馨覆盖板块.....	14
图 21:	防晒剂原料成本占比极低.....	14
图 22:	阿伏苯宗的科思和 1688 厂家价格对比.....	16
图 23:	贝泰妮主要供应商情况.....	16
图 24:	公司目标成为全球个人护理原料龙头.....	17
表 1:	产品结构变化模型假设.....	6
表 2:	产品结构变化前后均价、销量、规模和毛利率.....	6
表 3:	热门防晒单品类型丰富.....	11
表 4:	化妆品安全事件.....	13
表 5:	管理体系认证.....	15
表 6:	公司股权激励情况.....	18
表 7:	公司分业务收入拆分预测.....	18
表 8:	可比公司估值比较.....	20

1. 增长驱动：价还是量？

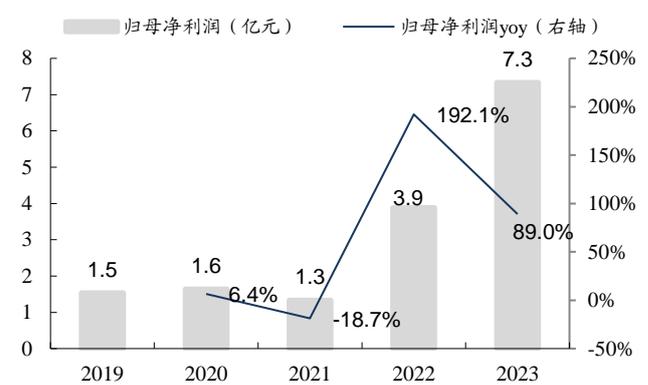
公司营收、归母净利润保持高增。受益于需求的恢复、产品结构的扩充改善、产能的持续放量、价格调整落地等因素，2022年以来公司营收、归母净利润增速持续较快。2023年公司实现营收、归母净利润分别为24.0/7.3亿元，分别同增36.0%/89.0%。

图1：公司营业收入和同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

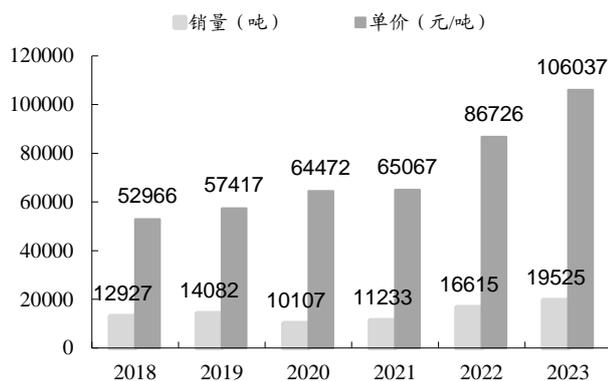
图2：公司归母净利润和同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

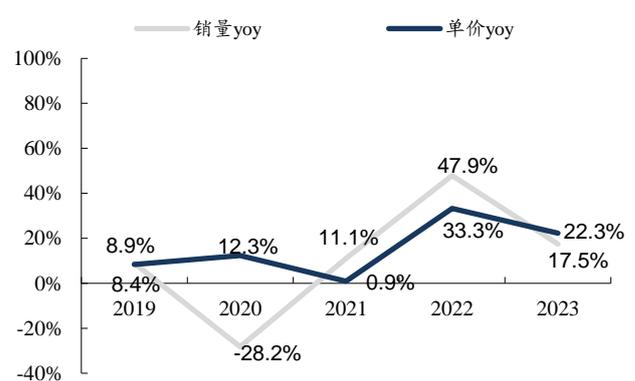
量价齐升，结构性产品升级若持续则对价增有持续贡献。2023年公司化妆品活性成分及其原料的销量和均价分别同比+17.5%/+22.3%，呈现量价齐升趋势。其中，量增主要系伴随疫后出行恢复，终端防晒需求回升&下游品牌补库，带来公司化妆品活性成分及其原料的产能利用率从2021年的52.5%提升至2023年的75.1%；价增主要系基于上游原材料压力价格调整措施的落地，以及PA、EHT、P-S等高毛利新型防晒剂的持续放量。我们认为，若公司结构性产品升级趋势持续，则其对价增也将有持续贡献。

图3：公司化妆品活性成分及其原料销量和单价变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司化妆品活性成分及其原料销量和单价yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

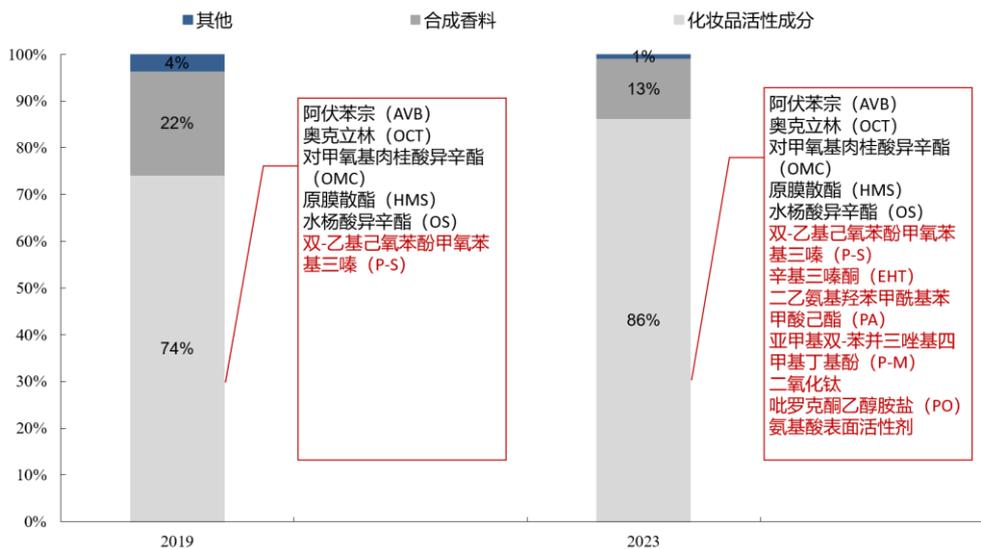
(1) 价格影响因素：结构变化+已有产品价格

A、结构变化：化妆品活性成分占比提升，且其中新型防晒剂&其他个护原料逐步

放量。

化妆品活性成分占比提升，且新品类层出不穷。对比 2019 年和 2023 年，化妆品活性成分在营收占比从 74% 提升至 86%，占比提升明显。此外，化妆品活性成分的结构组成发生了较大的变化，2019 年主要由阿伏苯宗、奥克立林等传统防晒剂构成，新型防晒剂仅包括和帝斯曼合作的 P-S、P-M；2023 年除了传统防晒剂，P-S、P-M、EHT、PA 等更多新型防晒剂持续放量，同时增加了物理防晒剂二氧化钛、新型去屑剂 PO、氨基酸表活等其他个护原料。

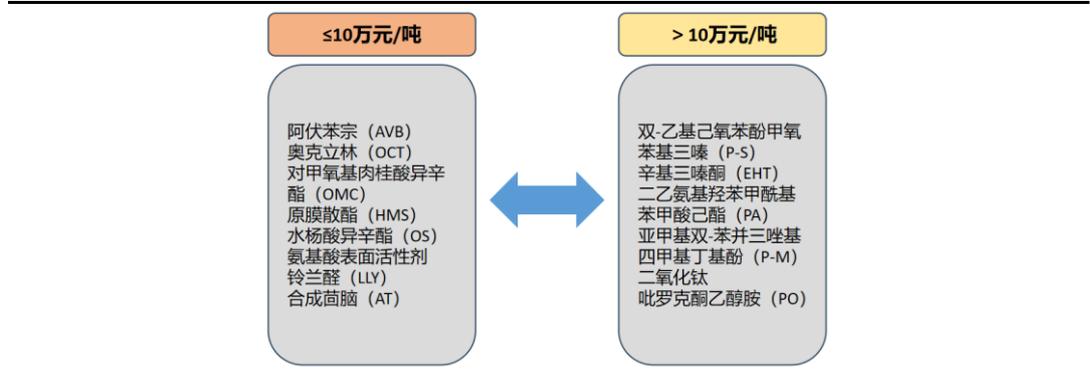
图5：化妆品活性成分占比提升且种类增加明显



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：黑色为传统防晒剂，红色为其他新型防晒剂和其他化妆品原料剂）

新产品单价大多高于传统防晒剂。根据公司的招股说明书&渠道调研，我们发现传统防晒剂价格相对较低，一般在 10 万元/吨以下；拓展的新品类（包括已经销售的新型防晒剂&其他个护原料）价格大多较高，例如 P-S、EHT、PA 等产品的价格普遍在 10 万元/吨以上，少数如氨基酸表面活性剂价格在 10 万元/吨以下。

图6：新产品单价大多高于传统防晒剂



数据来源：公司公告，渠道调研，东吴证券研究所

何为结构性产品升级？我们通过虚拟模型对销量、均价、毛利等因素进行分析。

模型假设：假设某公司主要产品包括 A、B 和 C，其单价分别为 20 万元/单位、10 万元/单位和 5 万元/单位。在结构变化前，产品 A、B、C 的销量分别为 5 单位、20 单位和 75 单位。我们假设市场对于单价更高、品质更高的产品需求更旺，通过扩产和结构升级，公司的产品 A、B、C 的销量分别变化为 100 单位、40 单位和 60 单位，而每种产品单价不变。假设产品 A、B、C 的毛利率分别为 55%、35%和 25%。

结论：结构性产品升级扩产后，呈现销量和均价齐升趋势，均价提升并非直接提价，而是来自于高毛利的产品占比提升。

根据我们以上的假设，该公司在结构性产品升级扩产后，销量提升了 100%、产品单价不变的前提下均价也提升了 100%，综合毛利率也显著提升。具体产品看，高毛利的 A 产品在结构变化前后销量占比分别为 5%和 50%。毛利变化更为显著，高毛利的 A 产品在结构变化前后的毛利占比分别为 25%和 84%。

表1: 产品结构变化模型假设

类别	单价 (万元/单位)	此前销量 (单位)	之后销量 (单位)	毛利率
A 产品	20	5	100	55%
B 产品	10	20	40	35%
C 产品	5	75	60	25%

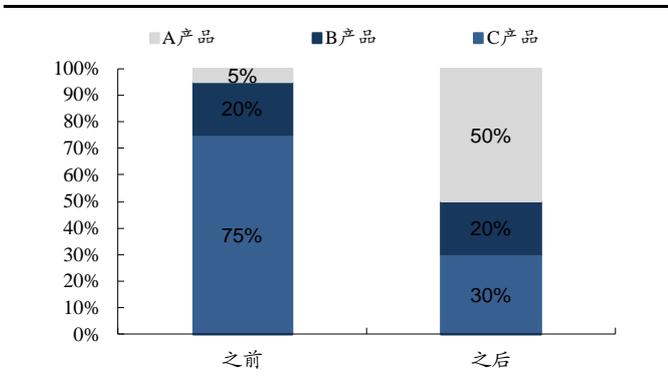
数据来源：东吴证券研究所测算

表2: 产品结构变化前后均价、销量、规模和毛利率

类别	均价 (万元/单位)	销量 (单位)	规模 (万元)	综合毛利率
此前	6.75	100	675	28.5%
此后	13.5	200	2700	42.0%
变动	100%	100%	300%	+13.5pct

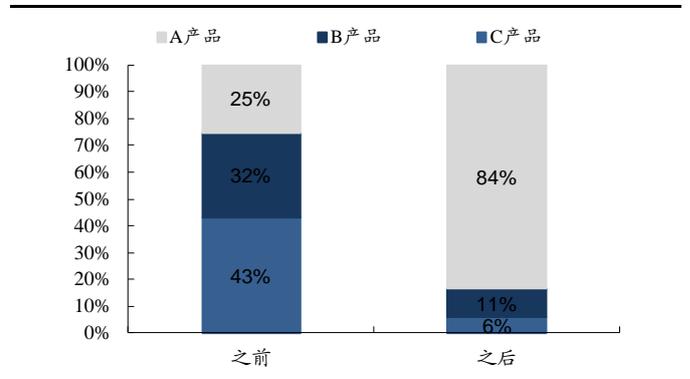
数据来源：东吴证券研究所测算

图7: 结构变化前后销量占比



数据来源：东吴证券研究所测算

图8: 结构变化前后毛利占比



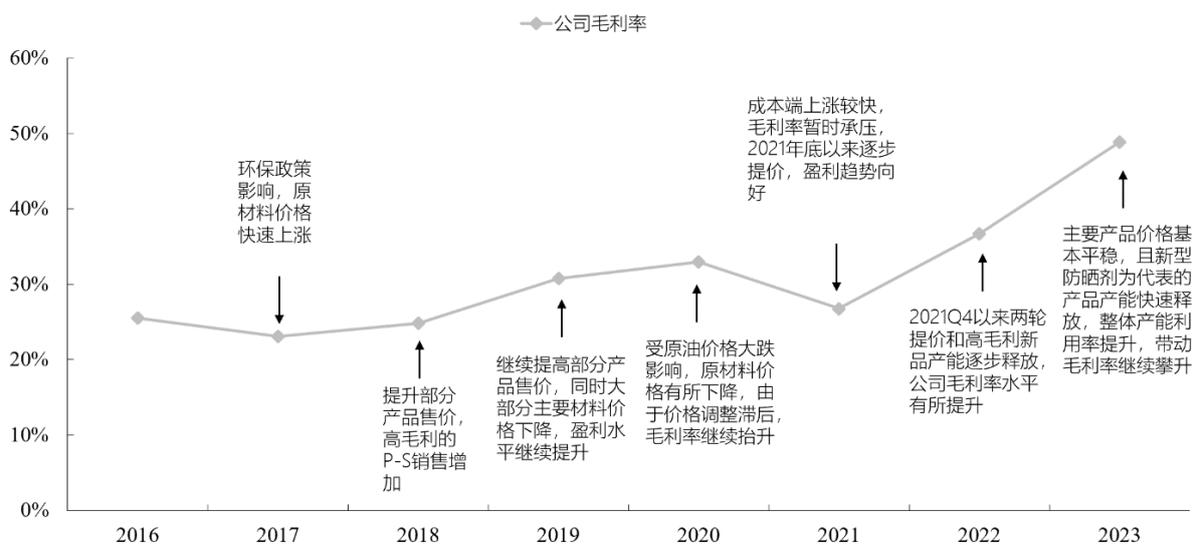
数据来源：东吴证券研究所测算

B、已有产品价格：具备较强的议价权和提价能力，成本上涨时提价有所滞后。

公司具备较强的提价能力，但是提价往往滞后于成本上涨，具体提价时间根据客户有所不同。例如，对于半年期、一年期的客户会尽量保证价格平稳，但遇不可抗力会协商涨价。对于短期或一单一签客户则会根据原材料价格的波动调整定价。公司主要原材料多来自于石油化工产品，如甲苯、异丁烯、苯酚等，与原油价格有一定关联但不呈现直接趋势相同。

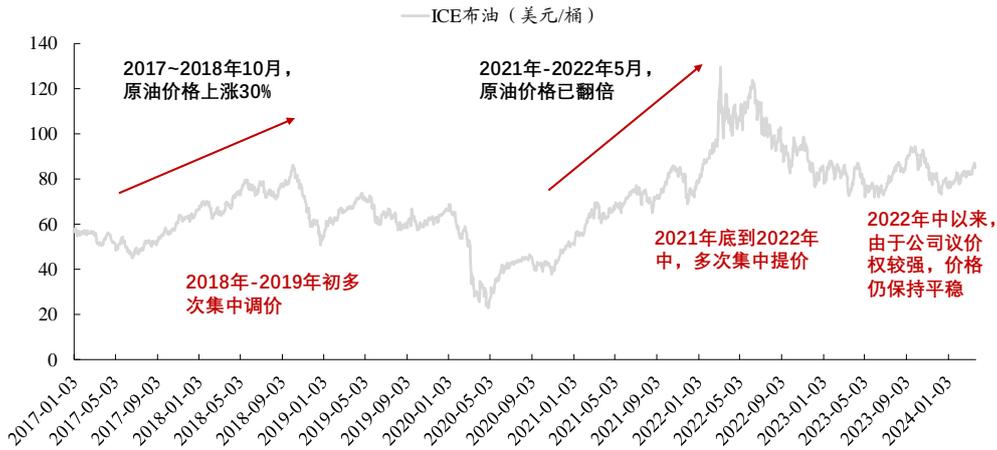
参考历史成本和价格变动，国际原油和原材料价格的上一个上涨周期是在 2017-2018 年 10 月左右，期间原油价格涨幅在 30%左右。为了缓解成本的上涨，公司于 2018 至 2019 年初多次价格调整。与此相对应，2018-2019 年公司毛利率持续提升。2020 年尽管原材料价格有一定下降，但是由于价格调整滞后于成本上涨，2020 年公司毛利率仍同比有所提升。同样地，2021 年到 2022 年中原油价格几乎翻倍，公司于 2021 年底到 2022 年中多次提价以覆盖成本上涨，2022 年下半年以来原油价格虽有所回落，但鉴于公司整体较高的市场份额、下游客户对价格相对不敏感&下游客户对于品质的高要求，公司产品价格仍保持相对平稳，体现出公司较强的议价权。

图9：公司毛利率变动及原因分析



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 公司提价滞后于成本上涨且议价权相对较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销量影响因素: 扩产计划+产能利用率

一方面, 随着终端需求的恢复, 产品销售提升, 产能利用率也有所恢复, 2023年化妆品活性成分及其原料的产能利用率达75.1%, 较2021年提升22.5ct。另一方面, 首发募投项目、可转债项目和马来西亚项目等扩产计划的逐步落地, 将有效扩充公司的产能规模, 增强多品类的供应能力和在国际市场的竞争力。

图11: 公司扩产项目概况

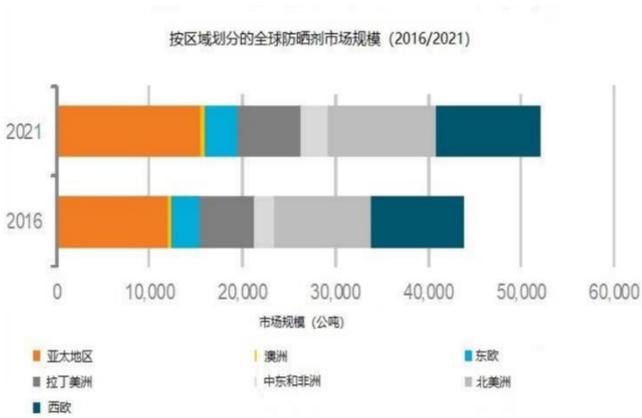
项目类型	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募投资金额 (万元)	产品类别	产品名称	达到可使用状态日期	新增产能 (吨/年)	达产后产值 (万元)
首发募投项目	马鞍山科思25000t/a高端日用香料&防晒剂配套项目(一期)	35,945.02	35,945.02	防晒剂	阿伏苯宗	2022年1月	2000	56801.1
				合成香料	水杨酸苄酯		1500	
				合成香料	水杨酸正己酯		1500	
				合成香料	水杨酸甲酯		8000	
	马鞍山科思化学有限公司25000t/a高端日用香料及防晒剂配套项目(二期)	1,106.50	1,106.50	合成香料	水杨酸异戊酯	2021年8月	1500	
	马鞍山科思化学有限公司14200t/a防晒用系列产品项目	2,562.26	1,539.58	防晒剂	辛基三嗪酮 (EHT)	2021年5月	1000	
	马鞍山科思25000t/a日用化学品原料项目	7,200.41	4,408.90	防晒剂	二乙氧基羟苯甲酸酯基苯甲酸己酯 (PA)	2022年9月	500	
安徽圣诺贝500t/a防晒系列产品扩建项目	3,542.84	3,542.84	防晒剂	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	2022年9月	500	13400	
安庆科思化学有限公司科思个人护理品研发项目	4,500.00	2,868.54	日用香原料、化妆品原料及其他功能化学品	—	2023年12月	—	—	
可转债募投项目	安庆科思高端个人护理品及合成香料项目(一期)	64,474.20	52,590.86	氨基酸表面活性剂	椰油酰甘氨酸钠	2024年12月	5500	39,754.23
					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		2000					
马来西亚项目	马来西亚年产1万吨防晒系列产品项目	71108.78	—	防晒剂	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	2024年6月	1000	37355.82
					RET (P-S中间体)		1600	
马来西亚项目	马来西亚年产1万吨防晒系列产品项目	71108.78	—	防晒剂	使用量较大的传统化学防晒剂以及双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	2024H1开工	—	—

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 需求市场：从何增长？

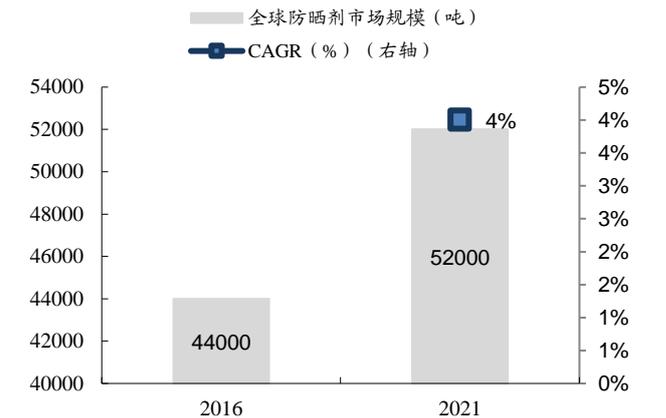
防晒剂全球规模超 5 万吨，增长驱动从欧美市场转向亚太市场。根据 Euromonitor，2016 年至 2021 年，全球防晒剂消耗量将由约 44,000 吨增长至约 52,000 吨，年均复合增长率约 4%。尽管欧美市场占比更大，但是亚太市场呈现良好的发展势头，增长驱动正从欧美市场转向亚太市场。

图12：2016年和2021年全球防晒剂市场规模



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

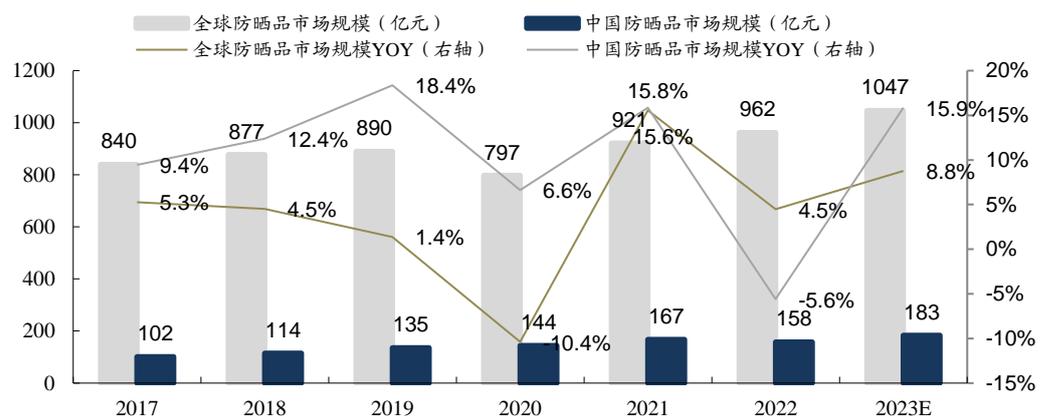
图13：2016-2021年全球防晒剂市场规模 CAGR 为 4%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

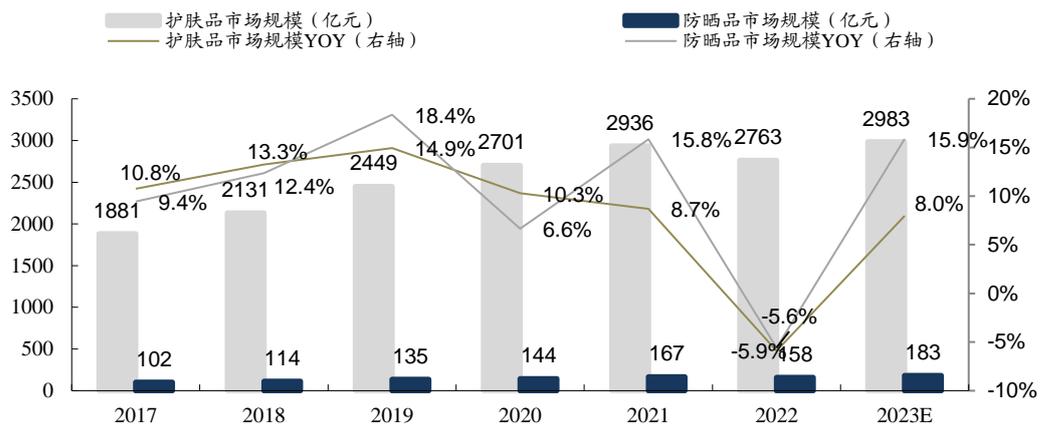
中国防晒品市场增速领先于全球，且防晒品市场增长快于护肤品整体。根据 Euromonitor 预计，2023 年全球和中国防晒品规模分别为 1047 亿元和 183 亿元，分别同增 8.8%和 15.9%。2017-2023 年中国防晒品市场规模的增速 CAGR 为 10.3%，远高于 2017-2023 年全球防晒品市场规模的增速 CAGR 3.7%。2017-2023 年中国防晒品/护肤品整体市场规模增速 CAGR 分别约为 10.3%/8.0%，防晒品增速快于护肤品整体。

图14：2017-2023E 中国和全球防晒品市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

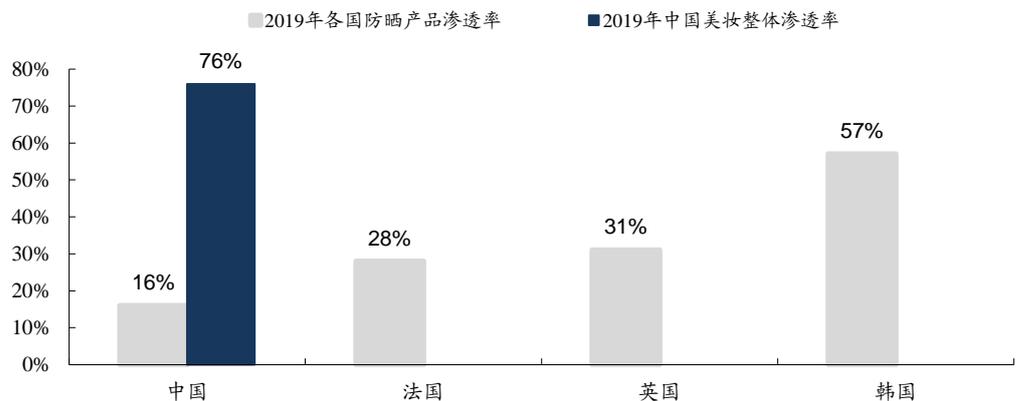
图15: 2017-2023E 中国防晒化妆品和护肤品市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

我国防晒产品渗透率远低于全球平均水平, 具有较大的发展空间。根据凯度咨询统计, 2019年中国防晒产品渗透率仅为16%, 而同年法国/英国/韩国的防晒产品渗透率分别为28%/31%/57%。我国防晒品渗透率也远小于美妆整体, 2019年我国美妆整体渗透率达76%。

图16: 2019年各国防晒产品渗透率



数据来源: 凯度咨询, 东吴证券研究所

防晒热门单品频出, 且呈现出根据不同适应肤质、不同使用场景等不断细分的趋势。随着防晒知识的普及和消费者防晒意识的不断增长, 消费者对防晒品类的需求逐渐旺盛, 且对于防晒产品的细分分类有了更高的要求。例如, 消费者对于通勤、户外运动等不同生活场景, 干皮、油皮、敏感皮等不同肤质, 均具有不同的防晒产品选择偏好。另外, 消费者对于防晒产品的防水防汗、控油、保湿、美白、遮瑕、隔离、跟妆贴肤等效果根据不同使用场景也有不同的要求。

表3: 热门防晒单品类型丰富

产品	图示	适合肤质	卖点
薇诺娜清透防晒乳		敏感皮	外防护+内修护，配方精简，含特护霜同款马齿苋精萃
蜜丝婷水感哑光轻盈防晒霜		油皮	全脸+身体可用，实惠大瓶
Blank Me 小黑伞防晒霜		全肤质	适合做妆前防晒，防晒隔离二合一
珀莱雅云朵物理防晒液		敏感皮	纯物理防晒，敏感肌可用
修丽可臻彩焕亮精华防晒乳		全肤质	防晒+淡斑双特征，光电项目后可用

数据来源：各品牌天猫旗舰店，美丽修行，东吴证券研究所

图17: 防晒的社媒讨论核心关注点



数据来源：Flywheel，东吴证券研究所

均价更高的新型防晒剂在防晒产品中应用扩大，推动防晒剂整体均价也呈现提升趋势。我们分析了玉泽在2022年推出的“大分子白金盾”防晒乳和修丽可在2022年推出的“小银伞”防晒乳，发现这两款近几年新出的防晒霜均对于新型防晒剂成分的添加较为青睐。其中，玉泽“大分子白金盾”防晒乳的前十成分中包含三款新型防晒剂（P-M、EHT、P-S），修丽可“小银伞”防晒乳的前十二种成分中包含三款新型防晒剂（EHT、P-S、P-M）。对比来看，推出时间较久的大宝经典款防晒露大宝清透倍护防晒露在前十成分中包含四款防晒剂，均为传统防晒剂。由此可见，新推出的防晒产品对于新型防晒剂添加比较积极。另外，根据美丽修行大数据统计，PA、P-S、EHT等新型防晒剂在

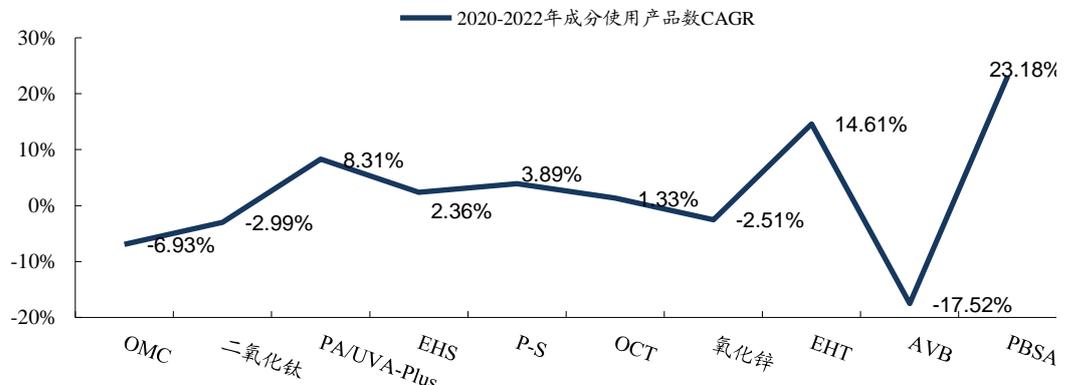
2020~2022 年防晒剂应用商品数的复合增速也均相对较快，体现出新型防晒剂更好的应用前景。

图18: 玉泽和修丽可防晒新品中均添加新型防晒剂



数据来源：美丽修行，东吴证券研究所

图19: 2020-2022 年 TOP10 防晒剂成分应用产品数 CAGR



数据来源：美丽修行大数据，东吴证券研究所

3. 下游客户：何种诉求？

化妆品安全事件影响品牌声誉和消费者信任，下游化妆品品牌对于原料安全高度重视。化妆品消费者对于产品安全高度重视，因此任何产品安全问题都将使得消费者对品牌产生不信任，进而影响品牌声誉。我国通过《化妆品监督管理条例》对化妆品原料按风险高低分别实行注册和备案管理，可简化低风险原料的许可流程、保障新原料的快速审批以及规范化妆品原料生产企业的质量管控制度和体系。产品认证完善、生产流程以及品质管控严格的化妆品原料商，因此具备更好地拓展国内国外市场的机会。

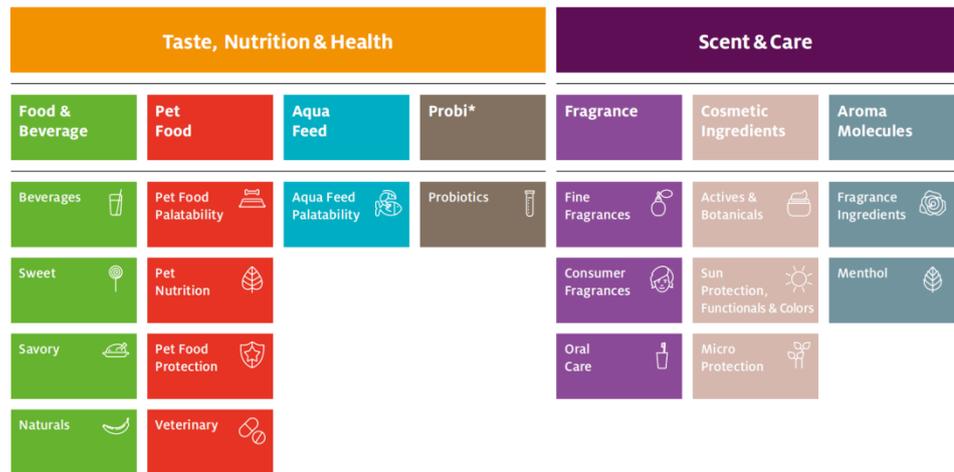
表4：化妆品安全事件

公司	时间	事件
宝洁	2006	中国国家质量监督检验检疫总局验出 SK-II 化妆品含有禁用物质铬及钨 0.77 至 2ppm
嘉娜宝	2013	消费者在使用含有嘉娜宝研发的含有杜鹃醇（Rhododeno）美白成分的产品后，约有 2.4% 人群出现了不同程度的白斑
强生	2016	消费者指控强生的婴儿爽身粉和其他滑石粉产品含有致癌物质石棉
雅诗兰黛	2024	倩碧痤疮治疗产品被第三方机构检测出含有大量已知的致癌化学物质苯

数据来源：国家质检总局，央广网，澎湃新闻，南方 Plus，东吴证券研究所

个护原料类型丰富，核心供应商一般具备优质的多品类供应能力。相较于其他品类，个护原料类型极其丰富，包括一般添加剂、活性成分、表面活性剂、防腐剂、乳化剂等，单个个护产品的原料数量可达几十种。因此，为了更好地挖掘下游品牌商、代工商等客户的需求，核心的个护原料上往往也具备优质的多品类供应能力，注重通过品类渗透和扩充增加客户需求。例如，国际原料大厂德之馨可按品类划分为“营养与健康”和“香氛与护理”两大板块，在“香氛与护理”板块当中又涵盖化妆品原料、香精香料、日化分子等，化妆品原料也可进一步细分为活性成分、防晒剂、植物成分等。由此可见，领先的个护原料的企业均具有较高的客户和品类壁垒，进入核心客户供应体系后也将具有更好的品类扩充和延展的机会。

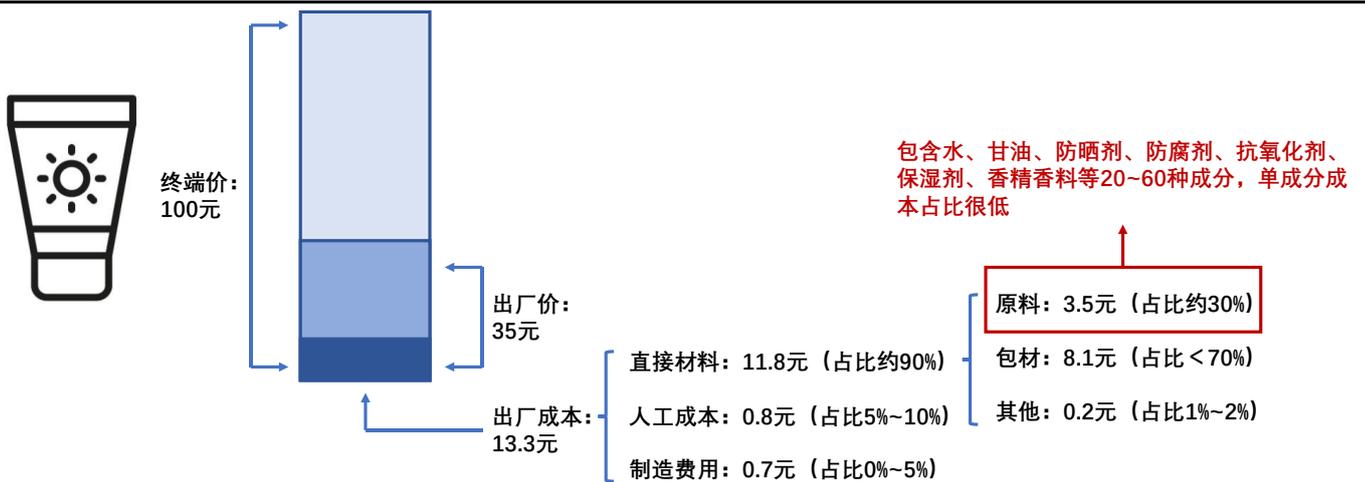
图20: 德之馨覆盖板块



数据来源: 德之馨公司官网, 东吴证券研究所

从成本结构角度看, 防晒剂占下游客户终端产品成本占比极低(我们预计低于1%), 下游品牌商对防晒剂原料价格敏感度相对较低。以国货品牌商为例, 其对下游渠道的折扣比例一般为3~4折。我们假设一款100元的防晒霜, 品牌商的出厂价为35元。考虑一般护肤品品牌商的毛利率范围为60%~80%, 我们假设该款防晒霜的毛利率为62%, 则品牌商的成本为13.3元左右。参考珀莱雅招股书, 直接材料占到成本的比例为90%左右, 而原料占直接材料的占比为30%左右。因此, 推算可得该款防晒霜的原料成本仅为3~4元。而化妆品的原料构成一般十分复杂, 防晒剂的原料组成包含水、甘油、防晒剂、防腐剂、抗氧化剂等20~60种, 因此我们认为单成分防晒剂的成本占比应该很低, 品牌商对于防晒剂原料的价格敏感度也相对较低。

图21: 防晒剂原料成本占比极低



数据来源: 东吴证券研究所绘制

4. 供给壁垒：何以高筑？

公司具备生产与质量管理体系优势，满足客户的高标准要求。对于核心客户而言，其供应商除了需要具备行业认可的技术、产品以及服务以外，还需要具备行业认可的生产管理体系、质量管理体系甚至是原料药 GMP 管理体系等，客户只有在综合评估供应商生产质量体系以后，才有可能与其形成稳定的合作关系。公司已建立了符合原料药 GMP 标准的生产与质量管理体系，是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范 (EFICI) 认证的日用化学品原料制造商，并获得了质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系、社会责任体系 (SA 8000: 2014) 的认证。通过切实执行和不断提升质量保证 (QA) 和质量控制 (QC) 体系，以及与生产操作相关的工艺规程和岗位标准操作规程 (SOP)，公司产品能够在全生产流程中持续保证符合国内外的规范标准，满足下游客户的需求。

表5：管理体系认证

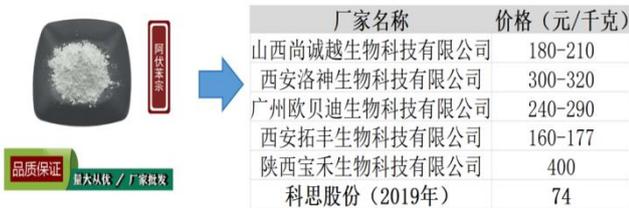
资质主体	证书名称	认证内容
宿迁科思	环境管理体系认证证书	对甲氧基苯甲醛（非食品添加剂用途）、对甲氧基苯乙酮、对甲基苯乙酮、维生素 C 磷酸酯钠、2-萘乙酮、对叔丁基甲苯、对叔丁基苯甲酸、铃兰醛、对甲氧基苯甲醇、3-(4-甲基苯亚甲基)樟脑、5-(2-乙酰氧基)乙基-2-吡咯烷酮、反式大茴香脑的研发、生产和销售
	职业健康安全管理体系认证证书	
	质量管理体系认证证书	
宿迁杰科	环境管理体系认证证书	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸甲酯的研发、生产、销售
	职业健康安全管理体系认证证书	
	质量管理体系认证证书	
安徽圣诺贝	环境管理体系认证证书	防晒类化妆品中间体：对叔丁基苯甲酰基-对甲氧基苯乙酮 (AVB)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、对甲基苯甲基樟脑 (MBC)、奥克立林 (OCT)、3, 3, 5-三甲基环乙醇水杨酸酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)、双乙基己氧苯酚甲氧基苯基三嗪 (108)、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚 (109) 和苯基苯并咪唑磺酸 (HS) 的设计开发、生产和销售
	职业健康安全管理体系认证证书	
	质量管理体系认证证书	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司产品主要供给对于质量管控&专利等要求较高的国内外大型客户，提供质优价廉的产品，小的原料厂商从客户量级、产品品质、价格等方面和公司均不具有可比性。以国内知名化妆品厂商贝泰妮为例，其核心供应商均具有同业中较高的质量管控体系&专利水平，科思作为国际化妆品原料龙头，主要也是供给于国内外对于质量管控要求较

高的大型客户。而在 1688 等平台销售的小原料厂商，则主要针对于小型化妆品厂商或工厂，其客户对于原料品质要求相对较低，小原料厂商的定价或者价格波动也和公司不具有可比性。

图22: 阿伏苯宗的科思和 1688 厂家价格对比



厂家名称	价格 (元/千克)
山西尚诚越生物科技有限公司	180-210
西安洛神生物科技有限公司	300-320
广州欧贝迪生物科技有限公司	240-290
西安拓丰生物科技有限公司	160-177
陕西宝禾生物科技有限公司	400
科思股份 (2019年)	74

数据来源：招股说明书，1688 官网，东吴证券研究所
(注：1688 厂家价格为 2024 年 4 月，科思价格为 2019 年)

图23: 贝泰妮主要供应商情况

贝泰妮供应商
1、上海酷武供应链管理有限公司
2、上海嘉亨日用化学品有限公司
> 47项专利
> 通过质量管理体系认证
3、上海西西艾尔启东日用化学品有限公司
> 30项专利
4、西安环球印务股份有限公司
> 省级专精特新企业、高新技术企业
> 54项专利
> 通过质量管理体系认证、中国职业健康安全管理体系认证、环境管理体系认证、森林认证FSC

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

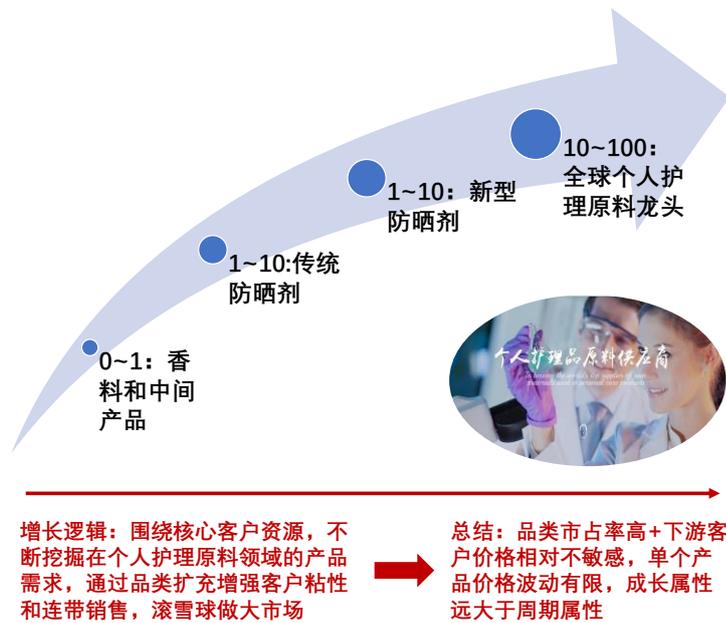
5. 企业特点：周期&成长？

成立二十余年以来，公司经营业务不断实现跨越式的发展，成长性显著，目标成为全球个人护理原料龙头。2010 年以前成立之初，公司以生产香料和中间产品为主。2010 年以来，从部分香料产品向下游拓展至传统防晒剂领域，凭借高品质的产品和高标准的稳定供应逐步获得帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、德之馨等全球重要客户的信赖。通过自研&合作研发等方式，2016 年底以来公司逐步开发 P-S、P-M、辛基三嗪酮、PA 等新型防晒剂。为顺应公司发展的需求，公司围绕多年积累的客户资源，不断挖掘客户在个人护理原料领域的各种需求，通过品类扩充增强客户粘性和连带销售，以滚雪球的方式实现 10~100 的战略跨越。回顾公司发展之路和发展战略，其成长属性明显、成长路径清晰。

公司周期属性影响有限。主要系：1) 公司从根本上是需求驱动而非供给驱动，客户壁垒深，客户粘性持续加深；2) 下游客户对价格相对不太敏感；3) 公司品类市占率较高，单个产品看价格波动有限，且新品叠出，结构化产品升级变化明显，进一步弱化周期性影响。

总体来看，我们认为公司的成长属性远大于周期属性。

图24：公司目标成为全球个人护理原料龙头



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

安庆高新生产研发基地剑指高端个护原料剂市场，马来西亚新工厂有望巩固全球化竞争优势。2021年9月，公司公告拟投资30亿元于安庆建设年产约9.5万吨的“高端个人护理品及合成香料项目”，其中包括防晒剂在内的高端个护原料和合成香料的研发与生产，占地面积约500亩，公司预计达产后产值可达43亿元。2023年11月，公司公告拟投资7.11亿元在马来西亚投资建设防晒系列产品项目，由公司与公司的控股东南京科思投资发展有限公司共同投资（公司出资约4.98亿元，南京科思投资发展有限公司出资约2.13亿元），项目规划年产能1万吨。我们认为，安庆科思是公司从防晒剂龙头迈向个护原料龙头的重要一步，马来西亚项目将使得公司能够受益于当地较低的能源和人工等成本以及贸易政策优势，有利于巩固公司在美国等地区的全球化竞争优势。

公司实施股权激励计划，促进长远发展。2023年4月，公司发布股权激励计划，计划授出限制性股票190万股，占总股本的1.12%。激励对象总人数为89人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员和业务骨干。公司业绩考核目标分为三档，对应2023~2025年营业收入分别较2022年增速CAGR不低于30%/28%/25%。股权激励计划有利于绑定核心员工利益，彰显公司成长的信心，促进发展战略更好地落地。

表6: 公司股权激励情况

归属安排	考核年度	业绩考核目标			归属比例
		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%	考核当年营业收入较 2022 年营业收入的复 合增长率不低于 25%	30%
第二个归属期	2024 年				30%
第三个归属期	2025 年				40%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测

■ 收入结构假设

(1) **化妆品活性成分及其原料:** 随着首发募投项目、可转债项目和马来西亚项目产能的逐步释放, 公司产能规模逐步扩大, 我们预计化妆品活性成分及其原料的产能由 2023 年的 3.32 万吨提升至 2026 年的 4.67 万吨。同时由于需求较为景气&公司产品持续推广, 我们假设产能利用率维持较高水平。由此, 我们预计 2024~2026 年化妆品活性成分及其原料的销售收入分别为 26.7/33.8/41.8 亿元, 分别同增 28.8%/26.6%/23.8%。

(2) **合成香料:** 我们预计合成香料的产能基本维持, 随着产能利用率有所提升维持稳健增长, 我们预计 2024~2026 年合成香料的销售收入分别为 3.33/3.52/3.73 亿元, 分别同增 8.0%/5.7%/6.0%。

■ 毛利率和费用率假设

(1) **毛利率:** 考虑市场需求较为旺盛, 随着新型防晒剂和其他个护原料产能逐步释放和爬坡, 我们预计毛利率稳中略升。我们预测 2024~2026 年毛利率分别为 49.0%/49.9%/50.2%。

(2) **费用率:** 我们预计公司整体费用率保持基本稳定。

表7: 公司分业务收入拆分预测

产品类别	项目	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
(1) 化妆品活性成分及其原料	产能 (吨)	23,800	29,100	27,070	33,180	36,908	42,118	46,691
	YOY	1.4%	22.3%	-7.0%	22.6%	11.2%	14.1%	10.9%
	产量 (吨)	14,674	15,279	21,955	24,902	28,651	34,516	39,634
	YOY	-21.2%	4.1%	43.7%	13.4%	15.1%	20.5%	14.8%
	销量 (吨)	10,107	11,233	16,615	19,525	22,879	27,588	31,883
	YOY	-28.2%	11.1%	47.9%	17.5%	17.2%	20.6%	15.6%
	年均价格 (万元/吨)	6.4	6.5	8.7	10.6	11.7	12.2	13.1

	YOY	12.3%	0.9%	33.3%	22.3%	9.9%	5.0%	7.1%
	销售收入(万元)	65,165	73,093	144,096	207,041	266,639	337,537	417,825
	YOY	-19.4%	12.2%	97.1%	43.7%	28.8%	26.6%	23.8%
	产能利用率	61.7%	52.5%	81.1%	75.1%	77.6%	81.9%	84.9%
	毛利率	35.4%	28.5%	40.1%	53.1%	52.5%	52.5%	52.5%
(2) 合成香料	销售收入(万元)	31,700	32,279	28,876	30,847	33,315	35,214	37,326
	YOY	30.7%	1.8%	-10.5%	6.8%	8.0%	5.7%	6.0%
	毛利率	31.2%	27.3%	23.2%	23.6%	23.8%	27.5%	27.5%
(3) 其他	销售收入(万元)	3,982	3,669	3,510	2,104	2,104	2,104	2,104
	YOY	-19.3%	-7.8%	-4.3%	-40.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	31.2%	27.3%	5.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
总计	销售收入(万元)	100,847	109,042	176,482	239,992	302,058	374,855	457,255
	YOY	-8.4%	8.1%	61.8%	36.0%	25.9%	24.1%	22.0%
	毛利率	33.0%	26.8%	36.7%	48.8%	49.0%	49.9%	50.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

6.2. 估值比较

公司业务主要包括防晒剂和合成香料两大部分。其中，防晒剂属于渗透率正在提升的化妆品品类，且公司是全球最主要的防晒剂制造商之一，龙头地位稳固，未来三年预期增速也较快；合成香料业务目前仍是国外龙头主导，终端需求和日化产品关联较多。

我们对两大业务采取分部估值，通过预计的 2024 年的毛利占比，来估算公司业务净利润占比。（我们预计 2024 年化妆品原料剂毛利占比约为 94.6%，合成香料及其他为 5.4%）。

（1）化妆品原料剂：我们选取同样具有良好成长性且属于化妆品产业链的四家可比公司珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化，2024 年可比化妆品企业 PEG 均值为 1.1，考虑公司占据化妆品上游最好的赛道之一防晒剂，且龙头份额稳固、成长性较强、持续增速较快，我们给予化妆品原料剂板块 2024 年 PEG 为 0.8x，按照我们对公司整体 2023~2025 年归母净利润增速 CAGR 的预测值假设板块利润增速（约为 26.6%），则公司化妆品原料剂板块的 2024 年 PE 倍数应为 21.3x，对应市值约为 187 亿元。（2）合成香料：我们选取同样涉及化妆品原料剂生产和销售的两家可比公司新瀚新材和鼎龙科技，2024 年两家可比公司 PE 均值为 16.3x 左右，我们给予合成香料板块 2024 年 PE 为 15x，对应市值约为 8 亿元。

综合两大板块，我们预计公司合理市值约为 195 亿元，对应 2024 年 PE 合理估值为 21.0x 左右，根据 4 月 19 日收盘价，公司当前市值为 135 亿元，则公司估值提升空间仍有 40%~50%左右，公司估值吸引力较大。

表8: 可比公司估值比较

证券代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)			2024 PEG
			2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E	
603605.SH	珀莱雅	411	11.9	15.1	18.7	34.4	27.2	22.0	1.1
300957.SZ	贝泰妮	234	13.5	17.0	21.0	17.4	13.8	11.1	0.6
688363.SH	华熙生物	258	8.6	9.9	11.7	30.2	26.0	22.0	1.5
600315.SH	上海家化	120	5.0	5.7	6.7	24.1	21.2	17.9	1.3
化妆品均值						26.5	22.1	18.3	1.1
301076.SZ	新瀚新材	29	0.9	1.9	2.4	31.3	15.8	12.2	0.3
603004.SH	鼎龙科技	45	2.0	2.7	3.7	22.9	16.8	12.1	0.4
精细化工均值						27.1	16.3	12.1	0.4
300856.SZ	科思股份	135	7.3	9.3	11.8	18.4	14.5	11.4	0.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 除新瀚新材、鼎龙科技外, 均为东吴证券预测; 截至报告发布贝泰妮、鼎龙科技尚未发布 2023 年年报; 估值日期为 2024.4.19)

6.3. 投资建议

公司是稀缺的化妆品原料全球龙头, 需求较为旺盛、新品类推出较快, 推动业绩持续高增。我们维持 2024~26 年归母净利润分别为 9.3/11.8/14.6 亿元, 2024~26 年归母净利润分别同增 26%/27%/24%, 当前市值对应 2024~26 年 PE 为 15x/11x/9x, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

原材料价格波动。化工原材料价格受国际形势、国内宏观经济变化和供求关系等多种因素的影响, 价格变动存在一定不确定性, 会对公司盈利情况造成一定扰动。

重要客户流失。公司和几个重要客户合作较为稳定, 收入占比也相对较高, 若大客户流失则可能对公司收入增长造成一定影响。

科思股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,240	3,158	4,315	5,812	营业总收入	2,400	3,021	3,749	4,573
货币资金及交易性金融资产	1,258	1,952	2,856	4,062	营业成本(含金融类)	1,228	1,540	1,879	2,275
经营性应收款项	447	562	698	851	税金及附加	22	27	34	41
存货	425	533	651	788	销售费用	33	33	56	69
合同资产	0	0	0	0	管理费用	163	190	236	288
其他流动资产	110	110	111	111	研发费用	113	139	172	210
非流动资产	1,650	1,786	1,943	2,067	财务费用	(15)	13	1	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	6	7	9
固定资产及使用权资产	933	1,452	1,710	1,866	投资净收益	7	9	7	16
在建工程	473	154	57	26	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	118	119	119	119	减值损失	(10)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	871	1,093	1,386	1,720
其他非流动资产	107	41	37	35	营业外净收支	(5)	(2)	(2)	(2)
资产总计	3,890	4,944	6,258	7,879	利润总额	866	1,091	1,384	1,718
流动负债	494	619	756	916	减:所得税	133	164	208	258
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	净利润	734	927	1,176	1,460
经营性应付款项	363	455	555	673	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	4	5	6	归属母公司净利润	734	927	1,176	1,460
其他流动负债	125	157	193	235	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.33	5.47	6.95	8.62
非流动负债	769	769	769	769	EBIT	844	1,091	1,372	1,689
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	961	1,275	1,591	1,939
应付债券	622	622	622	622	毛利率(%)	48.83	49.00	49.88	50.24
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	30.57	30.68	31.38	31.93
其他非流动负债	145	145	145	145	收入增长率(%)	35.99	25.86	24.10	21.98
负债合计	1,263	1,389	1,526	1,685	归母净利润增长率(%)	89.02	26.34	26.92	24.11
归属母公司股东权益	2,627	3,555	4,732	6,194					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,627	3,555	4,732	6,194					
负债和股东权益	3,890	4,944	6,258	7,879					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	799	1,089	1,304	1,595	每股净资产(元)	15.51	20.99	27.95	36.57
投资活动现金流	(1,366)	(166)	(121)	(159)	最新发行在外股份(百万股)	169	169	169	169
筹资活动现金流	546	(30)	(30)	(30)	ROIC(%)	27.46	24.92	24.44	23.57
现金净增加额	(13)	893	1,154	1,407	ROE-摊薄(%)	27.93	26.07	24.86	23.57
折旧和摊销	117	184	219	250	资产负债率(%)	32.48	28.09	24.38	21.39
资本开支	(654)	(387)	(382)	(377)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.35	14.53	11.44	9.22
营运资本变动	(74)	(99)	(116)	(131)	P/B (现价)	5.12	3.79	2.84	2.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>