

科思股份 (300856.SZ)

美护原料龙头，静待周期反转

核心观点：

- **全球美妆与个人护理行业高端化趋势明显，高端彩妆、线上渠道、防晒品渗透率持续提升。**香精香料行业稳步增长，根据 Precedence Research 数据，2024 年规模预计达 323 亿美元，中国市场集中度较低，发展空间广阔。科思股份凭借技术与市场优势，正迎行业机遇，加速增长。
- **产品：凭借强大研发实力，公司持续优化产品布局。**2023 年研发投入 1.13 亿元 (yoy+40.79%)，推出 P-S、EHT 等高毛利防晒剂，并加快 PO 去屑剂、氨基酸表面活性剂、卡波姆等高端洗护原料，顺应行业高端化趋势。
- **客户：稳固的客户资源助力业绩稳定增长。**依托帝斯曼、宝洁、欧莱雅等国际巨头，前五大客户常年贡献 60%+ 收入，确保业绩稳定。同时，公司加速拓展中小客户，提升定价权和毛利率，并通过直销+经销模式强化市场覆盖，增强盈利能力。
- **产能：募投项目持续扩张产能，大客户战略确保高效产销协同。**2024 年，公司化妆品活性成分产能利用率达 54.98%，2023 年产销率稳定超 90%。同时，公司凭借强大的成本转嫁能力，在原材料价格波动时，能够有效传导成本压力，维持稳健盈利能力，进一步巩固行业竞争优势。
- **盈利预测和投资建议：**科思作为全球美妆原料龙头，持续优化产品布局，客户资源稳固，我们预计 25-27 年归属于母公司股东净利润为 4.0/4.9/5.4 亿元，参照可比公司估值水平，我们给予 25 年科思 22 倍 PE 估值，对应合理价值 18.70 元/股，给予买入评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；重要客户流失；产能扩张不及预期等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2400	2276	2008	2140	2340
增长率 (%)	36.0%	-5.2%	-11.8%	6.6%	9.4%
EBITDA (百万元)	961	855	645	762	846
归母净利润 (百万元)	734	562	403	487	543
增长率 (%)	89.0%	-23.3%	-28.4%	21.0%	11.4%
EPS (元/股)	2.17	1.66	0.85	1.02	1.14
市盈率 (P/E)	28.73	15.44	18.28	15.11	13.56
ROE (%)	27.9%	20.3%	12.6%	13.3%	12.9%
EV/EBITDA	11.06	10.33	11.72	9.71	8.50

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

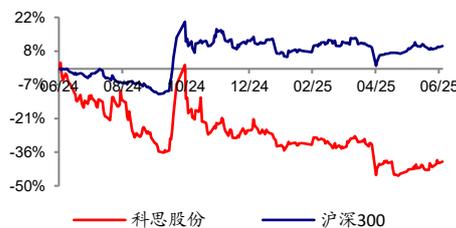
买入

当前价格	15.47 元
合理价值	18.70 元
报告日期	2025-06-09

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	475.69/456.55
总市值/流通市值 (百万元)	7358.88/7062.89
一年内最高/最低 (元)	38.12/15.30
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.68/112.58
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-9.44/-17.99

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

方心诣



SAC 执证号：S0260524050001



fangxinyi@gf.com.cn

请注意，方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、全球领先的日用化学品制造商	5
(一) 深耕行业二十载，铸就化妆品原料领军品牌	5
(二) 业绩持续攀升，产能释放驱动毛利率提升	8
二、防晒剂、洗护市场发展迅速，原料需求大	11
(一) 国内防晒意识觉醒，防晒市场前景广阔	11
(二) 全球香料香精行业集中度高，国内较分散	13
(三) 头发护理市场稳步增长，高端原料占比提升	16
三、沉淀多年打造产品、客户、成本转嫁三重优势	17
(一) 新型防晒剂贡献营收和毛利率，洗护新品完成初步布局	17
(二) 大客户稳定且集中，未来中小型客户将带来毛利率提升机会	20
(三) 产能稳定增长，产销率稳定居高	24
(四) 成本转嫁能力强，盈利能力稳定	26
四、盈利预测和投资建议	28
五、风险提示	30
(一) 原材料价格波动	30
(二) 重要客户流失	30
(三) 产能扩张不及预期	30
(四) 产能消化情况低于预期	30

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权架构	6
图 3: 公司出口销售收入、同比增长及占比	7
图 4: 分产品销售收入及同比增长(亿元)	7
图 5: 公司营业收入及同比增长	8
图 6: 公司归母净利润及同比增长	8
图 7: 公司单季度营业收入及同比增长	8
图 8: 公司单季度归母净利润及同比增长	8
图 9: 公司综合毛利率及利润率	9
图 10: 公司费用率	9
图 11: 公司研发人员及占比	9
图 12: 公司经营现金流	10
图 13: 公司资产负债率及已获利息倍数	10
图 14: 分地区防晒剂消耗量(万吨)	11
图 15: 2015-2028 年中国防晒化妆品行业市场规模及预测	11
图 16: 全球平均及中国防晒品渗透率	12
图 17: 中国消费者认为防晒的重要性因素	12
图 18: 主要防晒品牌客单价(元)	12
图 19: 中国消费者购买防晒化妆品倾向功效	13
图 20: 全球香精香料市场规模(亿美元)	13
图 21: 2023 年全球香精香料市场份额(按地区)	13
图 22: 2021 年全球香料香精行头部企业市场份额	14
图 23: 香精香料国内外企业研发投入水平	14
图 24: 国内香料香精行业规模(亿元)	15
图 25: 2021 年中国香料香精行业头部企业市场份额	15
图 26: 中国香精香料生产企业注册数量	15
图 27: 中国香料香精企业毛利率	16
图 28: 全球洗发护发市场规模	17
图 29: 中国洗发护发市场规模	17
图 30: 化妆品活性成分及原料营业收入(亿元)	17
图 31: 化妆品活性成分及原料毛利率	17
图 32: 氨基酸表面活性剂全球市场规模(亿美元)	18
图 33: 卡波姆全球市场规模(亿美元)	18
图 34: 公司研发人员及投入情况	19
图 35: 公司研发人员年龄情况	19
图 36: 公司第一大客户帝斯曼营收占比	22
图 37: 2019 年同类产品销售价格对比(元/千克)	22
图 38: 防晒剂主要产品毛利率对比	23
图 39: 公司新增客户分产品销量情况(万元)	24
图 40: 2020 年美国零售防晒品牌市场份额	24
图 41: 营业成本与原材料占比	27

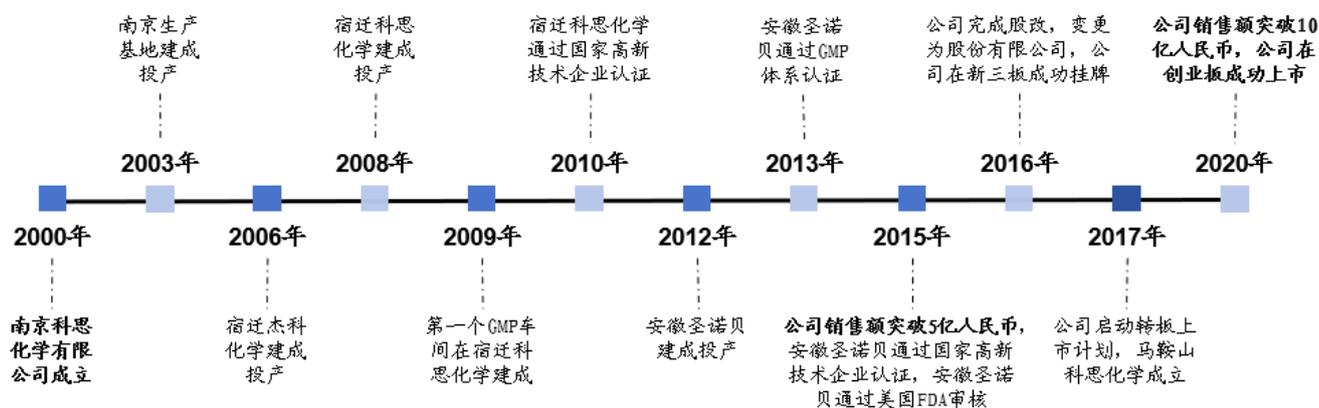
图 42: 原油价格与营业成本.....	27
图 43: 产品平均售价与总销量.....	28
表 1: 三大生产基地的产品种类情况.....	5
表 2: 公司股权激励计划考核目标.....	6
表 3: 公司主要生产产品.....	6
表 4: 2023 年扩产项目推进情况.....	7
表 5: 公司分产品占营收比重&产品毛利率.....	9
表 6: 2024 年婴童防晒分平台销售数据 (亿元).....	12
表 7: 部分国际香精香料企业在华投资简况.....	14
表 8: 中国主要香精香料公司.....	15
表 9: 五种去屑剂检出率及含量 (n=89).....	18
表 10: 主要产品生产技术情况.....	19
表 11: 在研项目情况.....	20
表 12: 公司往年前五大客户营收占比.....	21
表 13: 帝斯曼防晒系列和公司相关产品.....	21
表 14: 公司境外客户合作关系.....	23
表 15: 公司现有产能及产能利用率.....	24
表 16: 公司产销率.....	25
表 17: 首发募投项目情况 (万元).....	25
表 18: 可转债募投项目情况 (万元).....	26
表 19: 主营业务拆分及预测.....	29
表 20: 可比公司盈利预测与估值 (截止 2025 年 6 月 9 日).....	29

一、全球领先的日用化学品制造商

（一）深耕行业二十载，铸就化妆品原料领军品牌

稳扎稳打二十载，公司深耕防晒剂、香精香料领域，开拓洗护领域。科思股份成立于2000年4月，主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香料等。公司近90%的业务为出口，主要市场集中在欧美地区，且在同类产品中占据了显著的市场份额，成为全球领先的化学防晒剂制造商之一。未来，科思将专注于强化合成香料和化妆品活性成分的核心业务。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

科思股份拥有三大生产基地，已成功跻身国际精细化工化妆品原材料供应商行列。公司现拥有四家全资子公司，分别是宿迁科思、安徽圣诺贝、马鞍山科思和安庆科思。其中安徽圣诺贝已通过美国FDA现场审计，产品可以在美国市场上合法销售和使用。同时，公司积极提升生产设备的自动化水平，不仅增强了安全生产的保障，还有效降低了日益上升的单位人工成本。

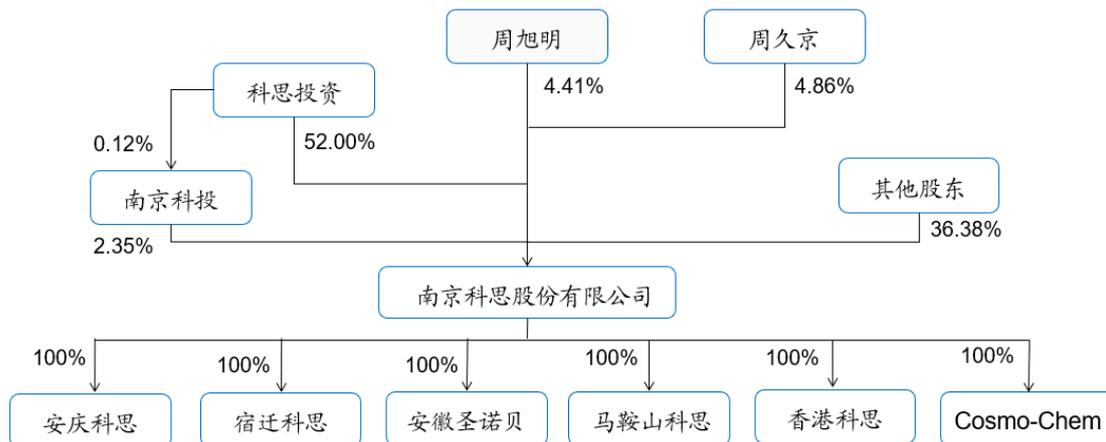
表 1：三大生产基地的产品种类情况

主要化工园区	产品种类
宿迁生态化工科技产业园	合成香料、化妆品活性成分及其原料
马鞍山慈湖化工园区	化妆品活性成分、合成香料
安庆高新技术产业开发区	化妆品活性成分及其原料

数据来源：公司 2024 年报，广发证券发展研究中心

公司创始人周旭明和周久京父子共同担任实际控制人。截至2024年末，两人合计持有公司56.22%的股权。此外，杨东生作为周旭明的姐夫及周久京的女婿，同时是南京科投和南京科旭的有限合伙人，合计持有公司0.72%的股份。

图 2: 公司股权架构



数据来源: 公司 2024 年报, 广发证券发展研究中心

根据公司2023年5月18日公告, 公司激励计划共向89人授予股权激励, 占激励计划草案公告时公司总股本的1.12%。首次授予的限制性股票考核周期为2023年至2025年, 分三个会计年度进行年度考核。2024年7月3日, 根据公司公告, 董事会批准调整2023年限制性股票激励计划, 激励目标暂未变更, 将授予价格从26.00元/股下调至12.25元/股, 授予数量由190万股增至380万股。

表 2: 公司股权激励计划考核目标

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%
归属期 1	2023	当年度营收较 2022 年复合增长率不低于 30%	当年度营收较 2022 年复合增长率不低于 28%	当年度营收较 2022 年复合增长率不低于 25%
归属期 2	2024			
归属期 3	2025			

数据来源: 公司 2023 股权激励公告, 广发证券发展研究中心

公司拥有较为丰富的产品矩阵, 技术产业化成效显著。(1) 科思股份是全球最主要的防晒剂制造商之一, 也是国内少数通过美国FDA审核和欧盟化妆品原料规范(EFFCI)认证的日用化学品原料制造商之一。公司生产的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要的防晒剂品类, 且涵盖了UVA、UVB的所有波段。公司生产传统防晒剂如阿伏苯宗(AVB)、原膜散酯(HMS)等, 还生产新型物理或化学防晒剂如双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S)等。(2) 公司还在防晒剂领域的优势基础上积极扩充洗护类产品, 如氨基酸表面活性剂、吡罗克酮乙醇胺盐(PO)等洗护类原料。(3) 此外, 公司也是铃兰醛等合成香料产品的主要生产厂家之一。

表 3: 公司主要生产产品

产品类别	产品名称	主要原料
传统防晒剂 (吸收 UVA 或 UVB 波段)	阿伏苯宗 (AVB)	甲苯、苯甲醚、三氯化铝、异丁烯
	原膜散酯 (HMS)	水杨酸甲酯、异佛尔酮
	水杨酸异辛酯 (OS)	水杨酸甲酯、异辛醇
	对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	对甲氧基苯甲醛、异辛醇
	奥克立林 (OCT)	二苯甲酮、异辛醇
新型防晒剂 (除 PA 仅覆盖 UVA 波段外, 其余均同时覆盖)	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	间苯二酚、对溴苯甲醚
	亚甲基双-苯并三嗪基四甲基丁基酚 (P-M)	苯、甲醛、叔丁基苯和叔丁基氧化物
	乙基己基三嗪酮 (EHT)	三聚氰氨、对氯苯甲酸、异辛醇

UVA、UVB 波段)	二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)	二乙氧羧苯甲酸、羟苯甲酰基苯甲酸、己酯
洗护类原料	氨基酸表面活性剂	各种酸性、碱性或中性氨基酸等
	吡罗克酮乙醇胺盐 (PO)	3,5,5 三甲基己酰氯, 异戊烯酸甲酯
合成香料	铃兰醛	月桂烯醇、丙烯醛
	2-萘乙酮	萘、乙酰氯、β-萘腈
	合成茴脑	对丙烯基苯甲醚、苛性碱、茴香油

数据来源：公司 2024 年报，广发证券发展研究中心

公司持续扩大产能，不断丰富生产线。2023年，马鞍山科思年产5000吨防晒系列产品扩产项目部分产线的建设和试生产完成，阿伏苯宗 (AVB)、二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)、乙基己基三嗪酮 (EHT) 的产能规模将进一步提升。同时，安庆科思高端个人护理品及合成香料项目 (一期) 和年产3200吨高端个人护理品项目建设快速推进，首批项目12800吨/年氨基酸表面活性剂和3000吨/年新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐 (PO) 相继建成并投入生产，年产2600吨高端个人护理品项目也基本完成建设。

表 4: 2023 年扩产项目推进情况

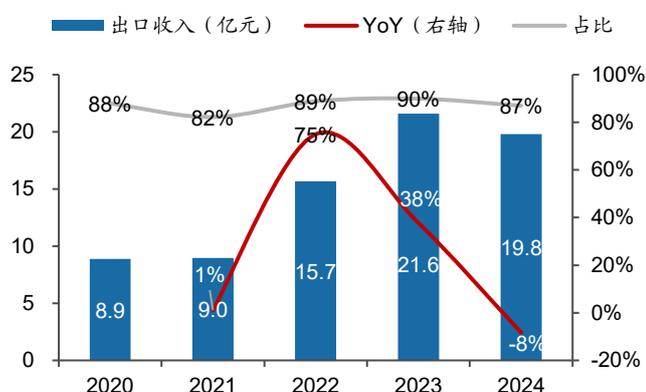
子公司	项目进展	扩产产品
马鞍山科思	完成了年产 5000 吨防晒系列产品扩产项目部分产线的建设和试生产	阿伏苯宗 (AVB)、二乙氧羧苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA)、乙基己基三嗪酮 (EHT) 的产能规模将进一步提升。
安庆科思	个人护理品及合成香料项目 (一期) 快速推进	首批项目 12800 吨/年氨基酸表面活性剂和 3000 吨/年新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐 (PO) 相继建成并投入生产。
	年产 3200 吨高端个人护理品项目快速推进	
	年产 2600 吨高端个人护理品项目基本完成建设	

数据来源：公司 2024 年报，广发证券发展研究中心

2024年，公司化妆品活性成分及其原料占总产量的80%以上，合成香料占比超过10%，而其他产品则不到2%。在2024年，化妆品活性成分及其原料与合成香料的均价因市场竞争加剧而有所下降。

2024年，公司主要面对欧美市场，海外市场销售收入占比高达87%，国内市场占比约13%。2024年，公司主营产品的出口销售收入19.79亿元，同比下降8%。展望未来，公司将继续拓展海外市场，进一步提升市场占有率。

图 3: 公司出口销售收入、同比增长及占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4: 分产品销售收入及同比增长 (亿元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司产品已进入国际主流市场体系，受到高度认可。防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼-芬美意、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等大型跨国

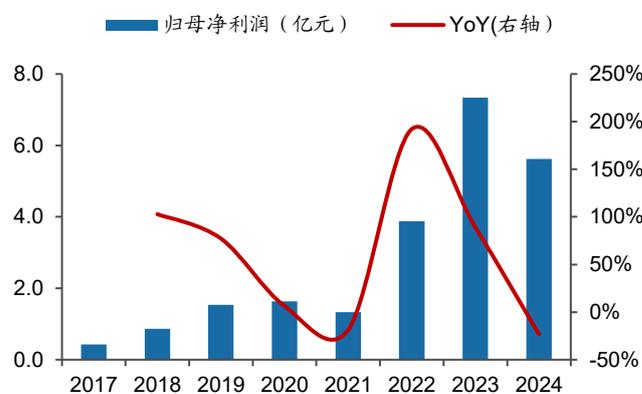
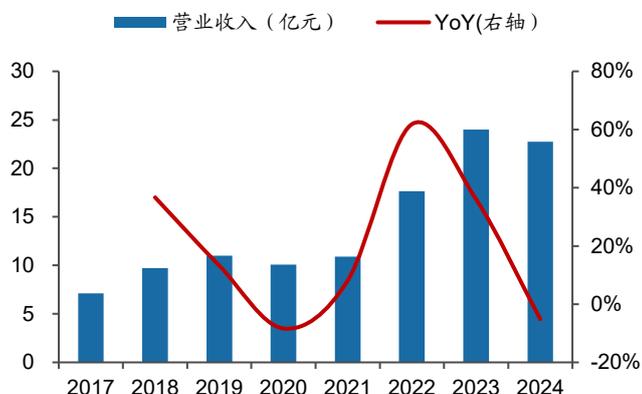
化妆品公司和专用化学品公司；合成香料主要客户包括奇华顿、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额60%+，其中第一大客户占总额40%+。公司销售方式以直销为主，2024年直销占总量的87%左右，经销则为13%左右。

（二）业绩持续攀升，产能释放驱动毛利率提升

公司2017至2024年期间，营业收入复合增长率达18.08%，归母净利润复合增长率更是高达44.49%，整体保持了高速增长态势。2020年受海外疫情影响，消费者出行频率减少，防晒产品需求下降，导致当年业绩表现不佳。随着市场环境逐步改善，2022年公司营业收入大幅回升至17.65亿元，同比增长61.8%；归母净利润同比增长192.1%。2023年进一步延续高增，营收同比增长35.99%，归母净利润达7.34亿元，同比增长89.0%。业绩显著增长的主要原因在于疫后下游市场需求的恢复，以及公司P-S,AVB等高毛利产品的产能释放所带来的调整。

图 5：公司营业收入及同比增长

图 6：公司归母净利润及同比增长



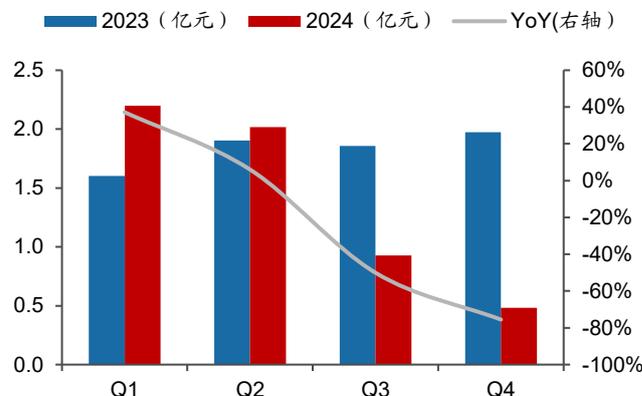
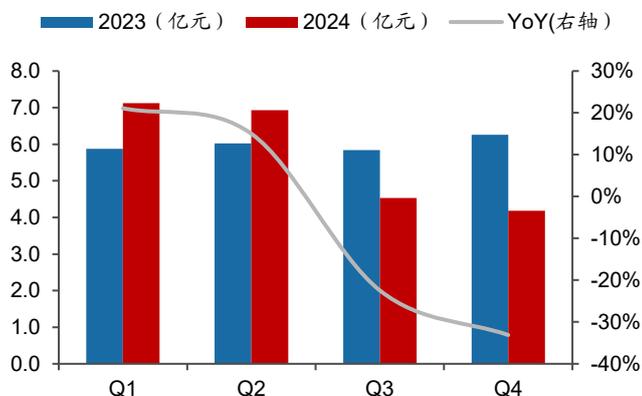
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2024年公司实现营收22.76亿元，同比下降5.16%；归母净利润5.62亿元，同比下降23.33%；扣非归母净利润5.30亿元，同比下降25.89%。2024年业绩波动主要受下游客户消化前期库存、欧洲天气不佳导致防晒剂市场需求增速下滑等因素的影响。

图 7：公司单季度营业收入及同比增长

图 8：公司单季度归母净利润及同比增长



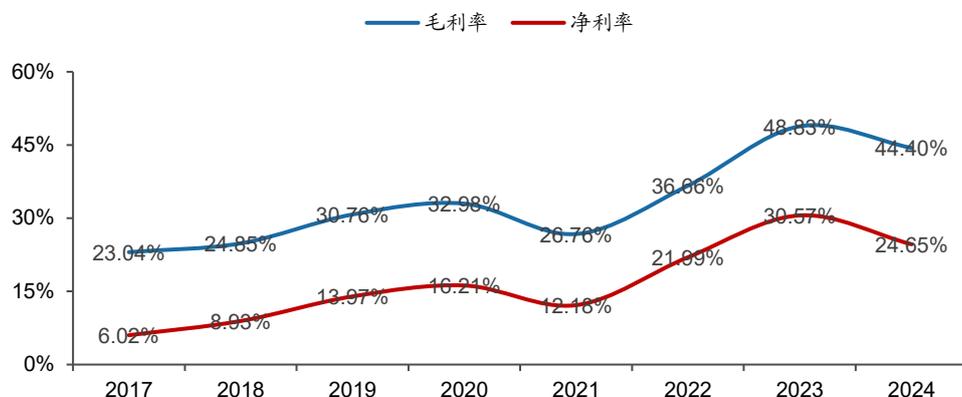
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

近年来，公司毛利率和净利率稳步提升，受益于经营环境优化和高毛利新产品的产能释放。2021年，受原材料和海运费价格大幅上涨、研发投入增加及疫情纾困政策取消影响，毛利率同比下降6.22pp，净利润同比下滑18.72%。2022年，得益于

产品价格调整、新产品产能释放及产能利用率提高,毛利率显著提升至36.66%。2023年,毛利率进一步增至48.83%,反映化妆品活性成分及新型防晒剂需求强劲增长和生产效率持续提升的助力。

图 9: 公司综合毛利率及利润率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

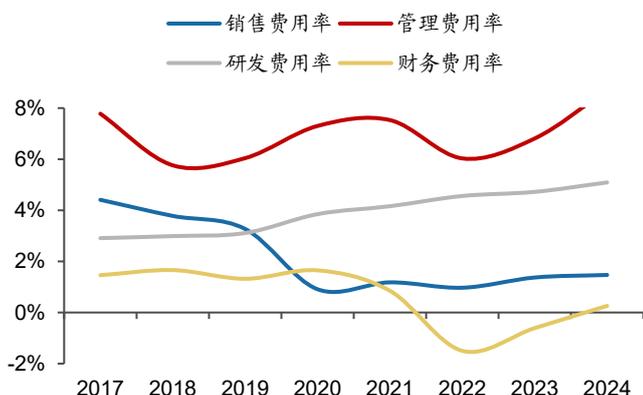
表 5: 公司分产品占营收比重&产品毛利率

年份	化妆品活性成分及其原料占比/毛利率	合成香料占比/毛利率	其他产品占比
2020	64.62%/35.38%	31.43%/31.23%	3.95%
2021	67.03%/28.47%	29.60%/27.34%	3.37%
2022	81.65%/40.11%	16.36%/23.22%	1.99%
2023	86.27%/53.06%	12.85%/23.60%	0.88%
2024	83.65%/49.22%	15.47%/20.80%	0.88%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

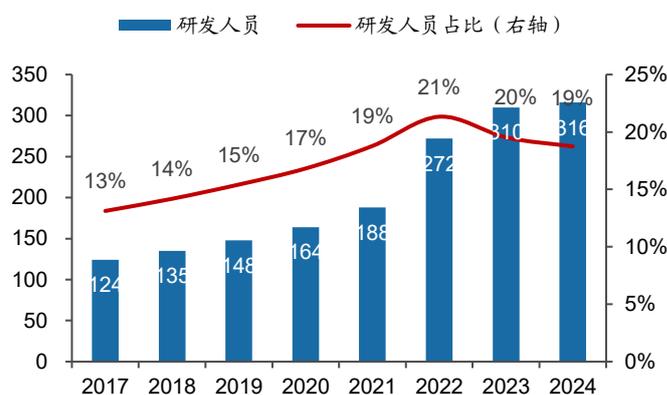
费用率方面,研发投入持续增加,其他费用率整体稳定。研发费用率从2017年的2.91%提升至2024年的5.09%,研发人数增至316人,占比18.74%。2020年因新收入准则调整,部分销售费用重分类至营业成本,销售费用率下降。近年管理费用率上升主要源于在建项目逐步投产,财务费用波动则受汇兑收益变化影响。2024年费用率上升对净利润形成一定压制,归母净利润下降主要因财务费用和管理费用增加。其中,财务费用同比增长140.19%。

图 10: 公司费用率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

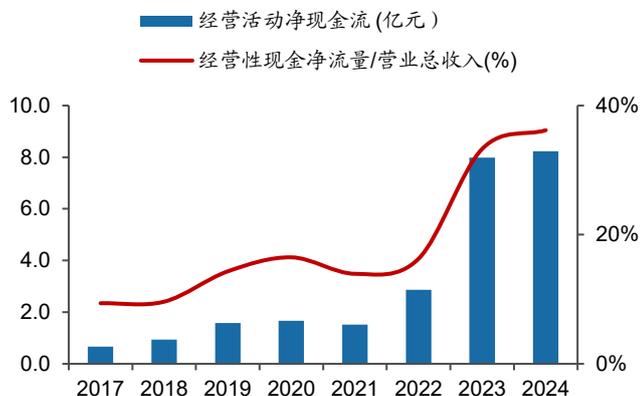
图 11: 公司研发人员及占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

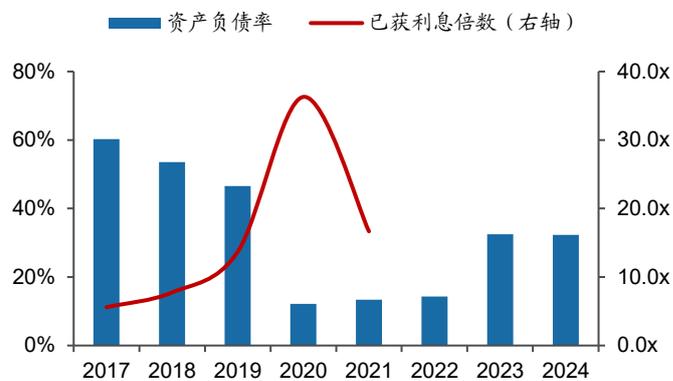
公司经营活动现金流逐年增长，负债水平保持较低。2022年因下游需求复苏带动化妆品活性成分及其原料产品销量大幅提升，2023年销量持续稳步上升，推动经营现金流进一步提升。在资本结构方面，上市以来，2020-2022年平均资产负债率为13.3%。2023年因发行可转债导致负债率有所上升，但随着可转债逐步转股，负债率有望回归较低水平。

图 12: 公司经营现金流



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 13: 公司资产负债率及已获利息倍数



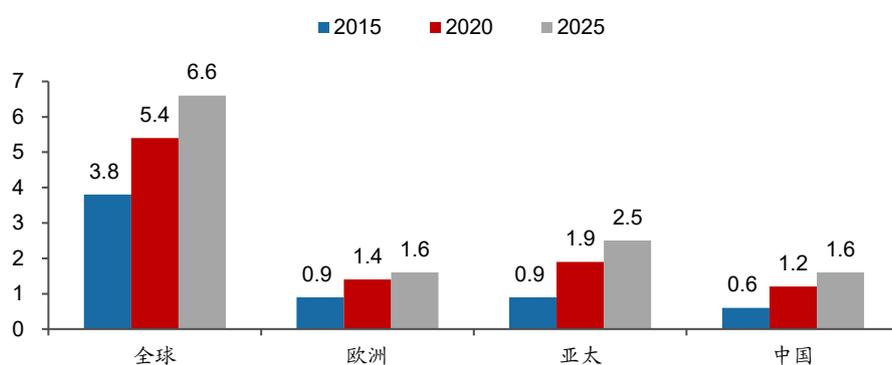
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、防晒剂、洗护市场发展迅速，原料需求大

(一) 国内防晒意识觉醒，防晒市场前景广阔

分地区来看，亚太地区和中国在防晒剂消耗量方面的增速明显高于全球和欧洲市场。2015至2020年间，亚太地区的防晒剂消耗量年复合增长率开始赶超欧洲地区，其中亚太地区防晒剂消耗量年复合增长率为16.12%，大于中国的14.87%、欧洲地区的9.24%和全球地区的7.28%。预计2020年到2025年，中国市场的防晒剂消耗量年复合增长率将为5.92%，大于全球范围内的4.10%和欧洲地区的2.71%，与亚太地区增速持平。

图 14：分地区防晒剂消耗量（万吨）



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

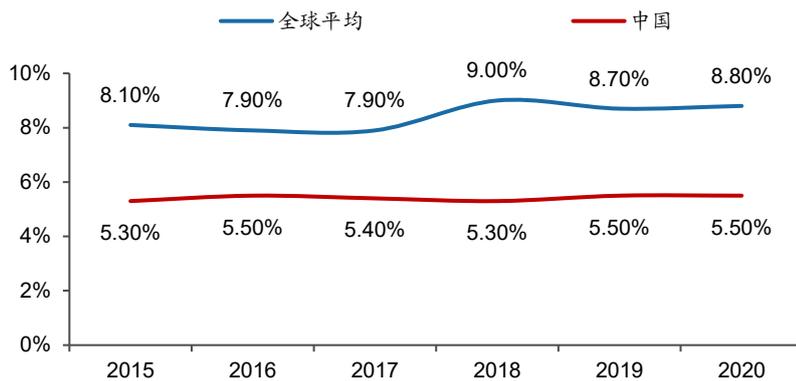
过去中国防晒品渗透率低于世界平均水平，但近年来中国防晒化妆品市场规模以6.01%的年复合增长率高速增长。2015至2020年间，中国防晒品渗透率维持在5.5%左右，低于世界平均水平8.5%。但在2016年至2022年间，中国防晒化妆品市场规模的年复合增长率为6.01%，大于世界平均的3.17%。预计从2022年到2028年中国防晒化妆品市场规模将达到224亿元，年复合增长率为9.21%，远大于世界平均的3.5%。

图 15：2015-2028 年中国防晒化妆品行业市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

图 16: 全球平均及中国防晒品渗透率

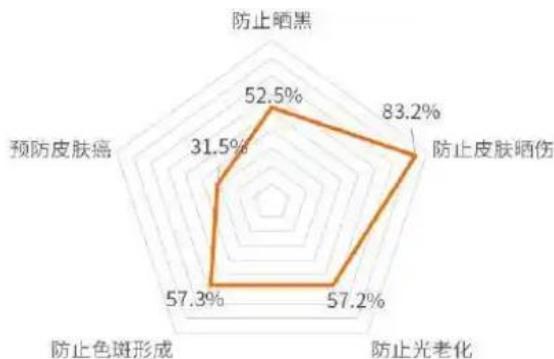


数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

中国消费者使用防晒化妆品的习惯逐步养成, 防晒成为护肤共识。艾媒咨询数据显示, 92.5%的受访者认为防晒有必要。防晒的重要性体现在多个方面, 83.2%的消费者认为防晒可以防止皮肤晒伤, 57.3%的消费者认为防晒能防止色斑形成、57.2%的消费者认为防晒可以防止光老化、52.5%的认为防晒可以防止晒黑。

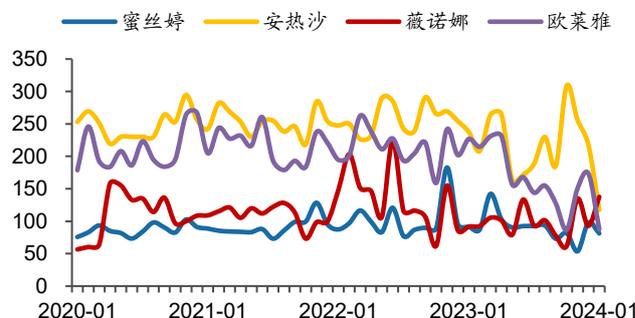
国货防晒品牌价格保持稳定, 品质不断升级。2023年起, 为应对市场份额逐渐下降的境况, 国际top防晒品牌如安热沙、欧莱雅开始下调价格。与此同时国货top防晒品牌如薇诺娜的价格仍保持稳定, 甚至有震荡上升趋势。

图 17: 中国消费者认为防晒的重要性因素



数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

图 18: 主要防晒品牌客单价 (元)



数据来源: 魔镜, 广发证券发展研究中心

婴童防晒市场成为增量, 成人防晒市场期待多元, 品质好的防晒剂变得更加重要。随着精细化育儿趋势的兴起, 婴童防晒产品成为了家长们的购买重点。2024年魔镜数据显示, 阿里、抖音、京东三平台合计婴童防晒产品GMV达到了9.77亿元, 同比增长5.69%。同时中国消费者对成人防晒化妆品的需求变得更加多元, 对于产品品质和功效的要求提高。

表 6: 2024 年婴童防晒分平台销售数据 (亿元)

2024 婴童防晒	GMV	YOY
阿里	4.53	18.64%
抖音	3.83	-9.49%
京东	1.41	18.03%
合计	9.77	5.69%

数据来源: 魔镜数据, 广发证券发展研究中心

图 19: 中国消费者购买防晒化妆品倾向功效



数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

(二) 全球香料香精行业集中度高, 国内较分散

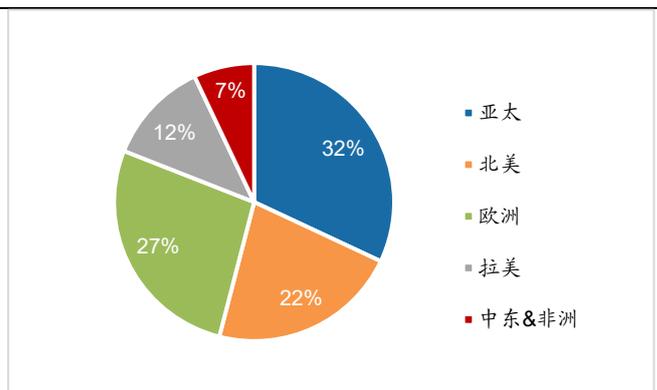
全球香精香料市场规模呈稳定增长态势, 其中亚太地区市场份额最高。随着全球经济发展, 人们对食品和日用品品质的要求不断提升, 推动了香精行业的持续增长。根据PrecedenceResearch数据, 全球香精香料市场的销售额从2017年的263亿美元增长至2024年的323亿美元, 复合增长率为2.98%。按地区来看, 亚太地区在全球市场中营收占比最高, 2023年达到32%, 主要受亚洲地区食品、美妆和日化用品消费快速增长的驱动。按品种划分, 由于香精具备更高的技术壁垒和附加值, 其市场占比更高, 2023年香精产品占比达65%, 而香料占比为35%。

图 20: 全球香精香料市场规模 (亿美元)



数据来源: 爱普股份 2023 年报, PrecedenceResearch, 广发证券发展研究中心

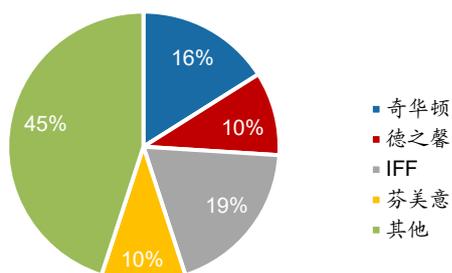
图 21: 2023 年全球香精香料市场份额 (按地区)



数据来源: PrecedenceResearch, 广发证券发展研究中心

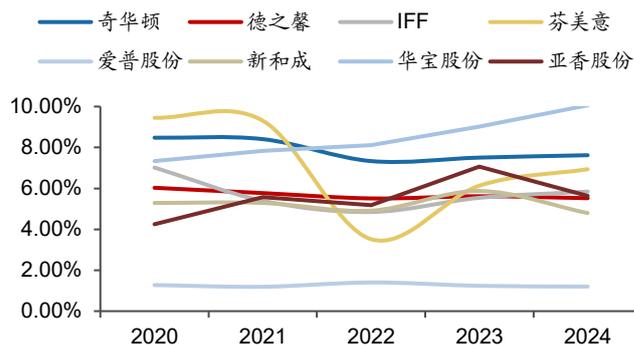
全球香精香料行业高度集中, 海外巨头凭借早期布局和持续高研发投入, 在专利技术和产品种类上占据优势。2021年奇华顿、芬美意、国际香料香精 (IFF) 和德之馨四大巨头占据全球55%的市场份额。该行业因市场壁垒高, 生产工艺的先进性与稳定性是竞争关键。海外香精香料巨头起步较早, 长期保持6%-9%的高研发投入。相比之下, 国内企业中, 华宝股份研发费率达到7%-10%, 与海外巨头相当, 新和成和亚香股份研发投入稳定在5%-6%, 也维持了较高的研发水平。

图 22: 2021 年全球香料香精行头部企业市场份额



数据来源: 头豹研究院, 广发证券发展研究中心

图 23: 香精香料国内外企业研发投入水平



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

随着香精香料消费重心向亚太地区转移, 国际巨头持续加大对中国市场的投资力度。在2016年至2020年期间, 奇华顿、德之馨、芬美意等国际知名企业相继在中国建立生产基地, 并在江苏、浙江等地投建世界级工厂。这些投资不仅体现了国际巨头对中国香精香料市场的重视与看好, 同时也加剧了本土市场的竞争, 有望推动中国香精香料行业集中度的进一步提升。

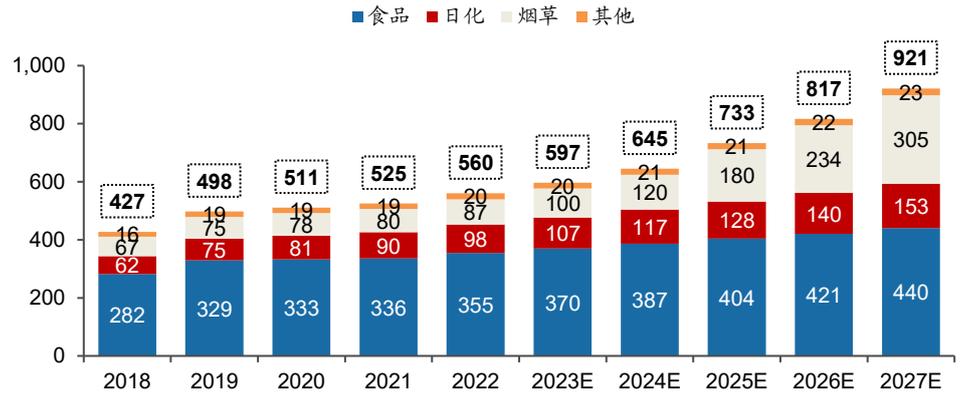
表 7: 部分国际香精香料企业在华投资简况

	奇华顿	德之馨	芬美意	IFF	曼氏	凯美瑞
投资情况	2017 年, 奇华顿在常州高新区投资建设日化香精厂, 是奇华顿在全球最大的工厂	德之馨在华投资设立第二家生产基地德之馨香精香料(南通)有限公司	2019 年, 芬美意在江苏省张家港保税区建设世界级食用香精工厂, 是公司全球最大的食用香精工厂	2016 年, 在张家港成立国际香料(张家港)有限公司, 是 IF 大中国区第二大食用香精生产基地	2018 年, 法国曼氏集团在浙江平湖经济技术开发区开工建设曼氏(中国)香精香料有限公司	爱尔兰食品配料凯美瑞公司于 2017 年、2018 年、2020 年分别收购浙江杭曼食品科技有限公司、天宁香料(江苏)有限公司和山东天博食品配料有限公司
投资金额	约 1 亿瑞士法郎	5000 万欧元	7500 万美元	4500 万美元	9000 万美元	/
产能	38,000t/a	45000t/a	25000t/a, 一期 12000t/a	24000t/a 食用级香精香料	15600t/a	7000t/a
投产时间	2020 年 10 月	2020 年 7 月	2019 年 3 月	2019 年 1 月	/	/

数据来源: 头豹研究院, 广发证券发展研究中心

随着我国食品, 日化等下游产业的持续发展, 香料香精行业也呈现出稳定增长的态势。从2018年至2022年, 我国香精香料市场规模从427亿元增长至560亿元, 复合增长率达到7.0%。随着下游应用领域对香料需求的持续增加, 2027年市场规模预计将进一步增长至921亿元。

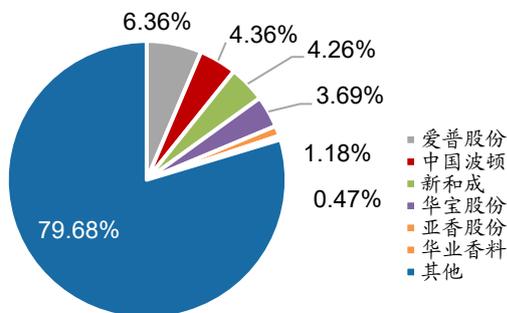
图 24: 国内香料香精行业规模 (亿元)



数据来源: 头豹研究院, 广发证券发展研究中心

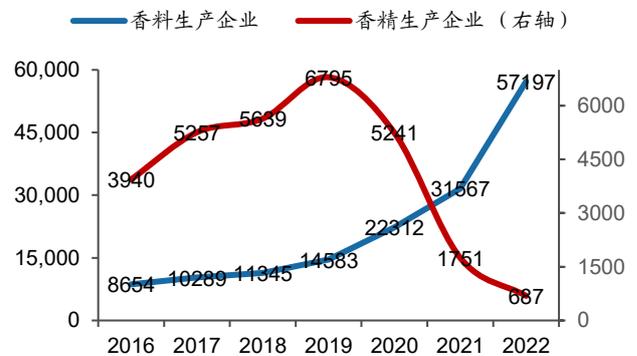
中国香精香料市场格局较为分散, 低端市场竞争激励, 品类多元化。2021年六大主要生产企业市场份额为20.32%, 较2017年的19.07%仅小幅提升, 集中度较低。尽管爱普股份等头部企业份额有所增长, 但均未超过10%。香料市场因品类多元化和技术差异, 2022年注册企业达57,197家, 竞争激烈, 短期内难改中小企业主导格局。近年来, 香精行业受到环保和安全监管政策日益收紧的影响, 大量不符合环保标准的小型企业被关停或整改。与此同时, 该行业的专利数量增长缓慢, 并主要集中在少数大型企业。由于规模限制, 中小型企业普遍缺乏创新能力, 面临技术壁垒, 行业准入难度加大, 导致注册企业数量持续下降。2019年, 行业注册企业数量为6,795家, 自2020年起, 新注册企业数量开始减少。

图 25: 2021 年中国香料香精行业头部企业市场份额



数据来源: 头豹研究院, 广发证券发展研究中心

图 26: 中国香精香料生产企业注册数量



数据来源: 头豹研究院, 广发证券发展研究中心

国内香料企业注重细分领域发展, 通过差异化竞争减少产品重叠, 整体同质化程度较低。然而, 由于经营品种有限, 销售规模较小, 与奇华顿等国际巨头相比, 国内企业在产品类别和市场规模方面仍存在明显差距。

表 8: 中国主要香精香料公司

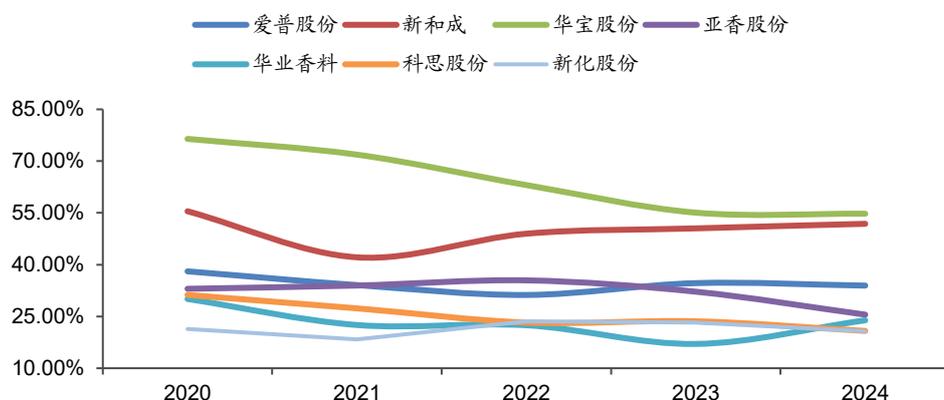
公司	业务介绍	2024 年香料香精板块营收 (亿元)
新和成	主要包括二氢茉莉酮酸甲酯、龙涎酮、左旋香芹酮、乙基麦芽酚、薄荷油系列等产品	39.2
华宝股份	生产烟用香精、食品用香精、日用香精, 国内领先的香精生产商	9.8

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、日化和烟草香精)	7.8
亚香股份	产品包括天然香料、合成香料、凉味剂等,天然香料主要包括丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素、天然桂酸甲酯、天然覆盆子酮等产品,合成香料主要包括女贞醛、格蓬酯、苹果酯、新铃兰醛等产品,凉味剂主要包括WS23、WS-3、WS-200等产品	8.0
新化股份	合成香料产品涵盖苯酚酯类、烯醇酯类檀香类、醛酮类、水杨酸类等香料产品	7.9
科思股份	合成香料产品包括铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等	3.5

数据来源: 公司 2024 年报, wind, 广发证券发展研究中心

我国香精香料企业毛利水平差异显著, 主要受业务结构和技术能力影响。多数上市公司以香料生产为主, 仅少数企业如华宝股份深耕下游香精领域。香精企业核心竞争力在于配方开发能力, 技术门槛较高, 因此华宝股份毛利率长期位居行业前列, 2021年之前始终保持在70%以上。近年来, 其毛利率有所下滑, 主要因疫情影响下游需求及公司调整产品结构, 增加低毛利食品配料产品所致。新和成则依托香精香料与维生素原料的协同效应, 以及规模化生产降低成本, 毛利率近两年稳定在50%左右, 而其他企业的毛利率普遍低于35%。

图 27: 中国香料香精企业毛利率



数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心。

注: 新和成、爱普股份和科思股份为香精香料类业务毛利率

(三) 头发护理市场稳步增长, 高端原料占比提升

全球和中国头发护理市场规模稳步增长。2015至2021年, 全球市场规模从682亿美元增至850亿美元, 复合增长率为3.74%; 同期, 中国市场从480亿元人民币增至536.4亿元人民币, 复合增长率为1.87%。

图 28: 全球洗发护发市场规模



数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

图 29: 中国洗发护发市场规模



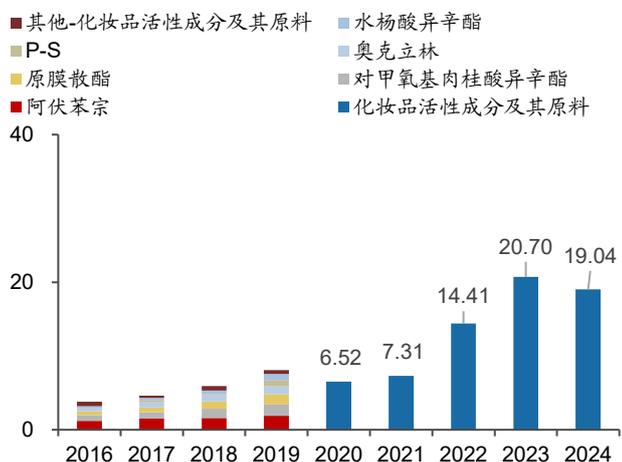
数据来源: 青眼情报, 广发证券发展研究中心

三、沉淀多年打造产品、客户、成本转嫁三重优势

(一) 新型防晒剂贡献营收和毛利率, 洗护新品完成初步布局

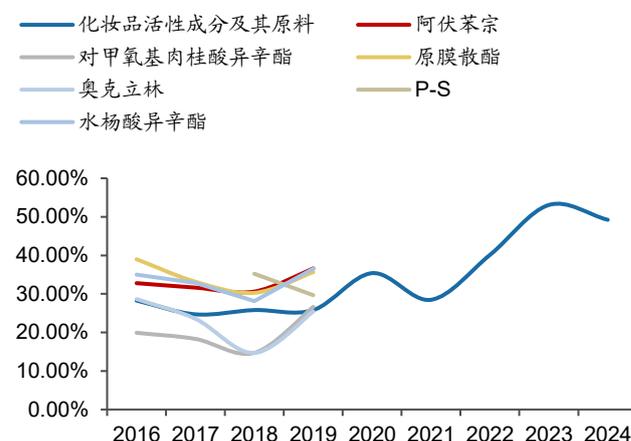
公司近年来积极布局新型防晒剂领域, 显著促进营收和毛利率提升。公司推出的P-S和EHT作为新型广谱防晒剂, 能够同时有效吸收UVA和UVB。除此之外, P-S可以与其他化学防晒剂搭配使用并显著增加其SPF值, EHT是目前市售UVB吸收能力最强的油性防晒剂。相较于传统防晒剂, 新品类具备较高的毛利率, 随着产能的扩张, 其在营收中的占比逐渐提升, 成为推动防晒剂业务增长的重要动力。

图 30: 化妆品活性成分及原料营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 化妆品活性成分及原料毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司多项新洗护产品已完成初步布局, 将贡献收入增量。

(1) PO去屑剂可有效抑菌和分解过氧化物, 根本阻断头屑和头痒, 广泛应用于中高端洗发产品。根据《2018-2019年国产去屑洗发类化妆品种去屑剂检测结果分析》, 2018-2019期间内PO检出率为25.8%, 相比其他种类明显升高。且PO含量均值为0.29%, 检出率和含量均值均处于同类去屑剂前列。

表 9: 五种去屑剂检出率及含量 (n=89)

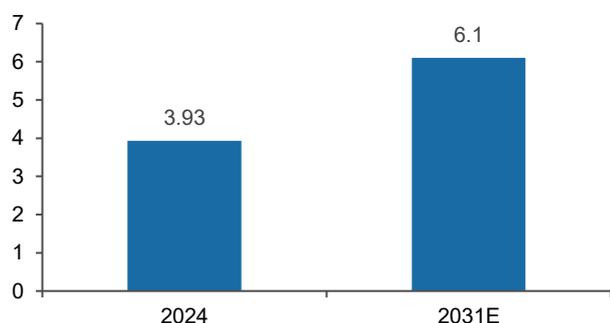
去屑剂	最大允许使用量/%	检出批数	检出率 (%)	超标数	检出质量分数范围 (%)	中位数 (%)	均值 (%)	标准差 (%)
水杨酸	≤3.0	11	12.4	0	0.18-0.78	0.23	0.26	0.17
吡硫鎓锌	≤1.5	52	58.4	0	0.066-1.2	0.46	0.59	0.35
酮康唑	不得检出	0	0	0	/	/	/	/
氯咪巴唑	≤0.5	10	11.2	0	0.02-0.4	0.26	0.21	0.15
吡罗克酮乙醇胺盐 (PO)	≤1.0	23	25.8	0	0.012-0.53	0.27	0.29	0.17

数据来源: 《2018-2019 年国产去屑洗发类化妆品种去屑剂检测结果分析》, 广发证券发展研究中心

(2)氨基酸表面活性剂是以生物物质为基础的表面活性剂,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。根据QYR,2024年全球氨基酸表面活性剂市场销售额达到了3.93亿美元,预计2031年将达到6.1亿美元,2025-2031期间内年复合增长率(CAGR)为6.6%。

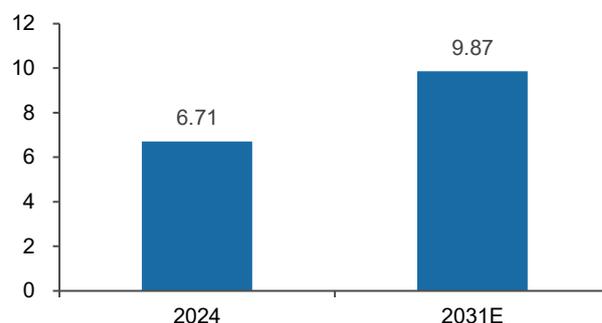
(3)卡波姆是一种高分子水溶性增稠剂,通常用来调节液体的黏度、改善凝胶体系的触变性能和提高成品的稳定性,主要应用于高端个人护理品等领域。根据QYR,2024年全球卡波姆市场销售额达到了6.71亿美元,预计2031年将达到9.87亿美元,2025-2031期间内年复合增长率为5.8%。

图 32: 氨基酸表面活性剂全球市场规模 (亿美元)



数据来源: QYR, 广发证券发展研究中心

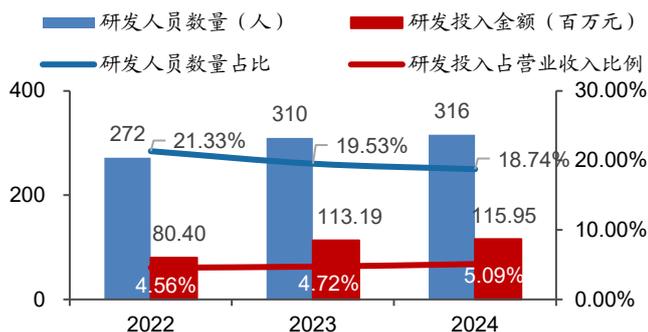
图 33: 卡波姆全球市场规模 (亿美元)



数据来源: QYR, 广发证券发展研究中心

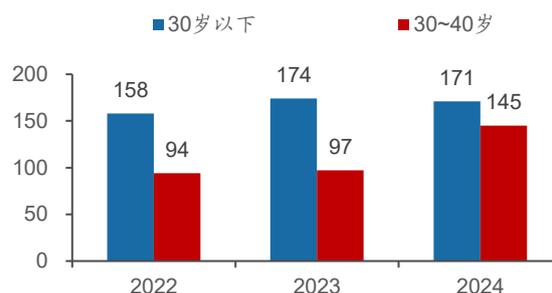
公司重视自主研发,体现在研发投入和研发人员培养上。2024年,公司研发投入金额达到1.16亿元,较2023年增长2.44%,研发投入占营业收入的比例上升到5.09%。2024年研发人员数量增加至316人,同比增长1.94%,但研发人员占比略降至18.74%。与此同时,研发团队结构有所改善,硕士生人数增长大于本科生,30岁以下的年轻员工人数也超过30至40岁年龄段。

图 34: 公司研发人员及投入情况



数据来源: 公司 2024 年年报, 广发证券发展研究中心

图 35: 公司研发人员年龄情况



数据来源: 公司 2024 年年报, 广发证券发展研究中心

建立研发中心, 满足客户需求。2023年8月, 科思股份在上海成立了新的研发中心, 进一步加强了公司的研发能力。该中心的建立旨在更贴近市场和客户, 提供更快速的技术支持和配方优化服务。通过深入的配方分析和优化, 科思股份协助客户顺利完成产品切换, 提升了客户满意度和市场竞争力, 巩固了与现有客户的合作关系, 同时吸引了更多新客户, 进一步拓展了市场份额。

公司坚持研发创新, 手握多项重要专利技术。截至2024年末, 公司及子公司拥有203项授权专利, 其中发明专利59项。经过多年的技术研发和生产技术积累, 公司已经形成了自己的核心技术和特色生产工艺, 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。

表 10: 主要产品生产技术情况

主要产品	生产技术所处的阶段	核心技术人员情况	专利技术	产品研发优势
化妆品活性成分及其原料	工业化应用	均为本公司在职员工	一种阿伏茶宗的制备方法	经过多年的研发和生产, 在烷基化、酰基化、缩合、加氢、氧化、醚化、酯化等反应方面形成了自己的技术优势, 对丰富公司产品结构, 以及相关产品生产线提升产能利用率、降低物耗水平、减少三废排放等发挥了重要作用。
			一种紫外吸收剂中间体依托立林的制备方法	
一种防晒剂对甲氧基肉桂酸异辛酯的制备方法				
一种制备防晒剂中间体 2,4-二羟基二苯甲酮的方法				
一种高产率 1,3-二苯基丙二酮类化合物的生产工艺				
一种防晒剂辛基三嗪酮的制备方法				
一锅法合成双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪的工艺制备方法				
一种去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐的制备方法				
合成香料	工业化应用	均为本公司在职员工	一种铃兰醛的制备方法	
			一种合成大茴香脑的中间体的制备方法	
			一种对甲氧基苯甲酸制备对甲氧基苯醛的方法	
			一种氧气氧化对甲氧基甲苯制备相应醇、酯、醛和酸的联产方法	
			一种催化对甲氧基苯丙醇脱水制备茴脑的生产工艺	

一种高品质对位铃兰醛的制备方法等

数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

公司不断扩充产品品类，覆盖更多领域。物理防晒剂二氧化钛系列旨在丰富物理防晒剂产品类型，覆盖防晒剂全领域。同时，卡波姆系列产品、高端润肤剂、护发调理剂和高效保湿剂项目将增加公司个人护理品原料品类，扩大营业规模。此外，高端合成香料项目将增加公司合成香料产品，防晒、清洁、保湿等配方应用与复配开发将提升配方服务能力，完善客户服务体系。

表 11：在研项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
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
卡波姆系列产品	增加个人护理品原料品类	主要工艺路线已打通，部分环节优化中	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	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	增加个人护理品原料品类，扩大营业规模
护发调理剂	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
高效保湿剂	增加个人护理品原料品类	主要工艺路线已打通，部分环节优化中	研究生物发酵相关技术，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
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、保湿等配方应用与复配开发	提升公司配方服务能力，并对相关原料开发进行品质验证	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、保湿等配方	提升公司配方服务能力，完善客户服务体系

数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

（二）大客户稳定且集中，未来中小型客户将带来毛利率提升机会

公司前五大客户营收占比超过60%。主要客户包括防晒剂等化妆品活性成分领域的帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等，以及合成香料领域的奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等。帝斯曼是公司最大客户，2024年占比43.81%。公司部分新产品在导入过程中通过送样检测加快了客户的认证周期，提升了与大客户如联合利华、宝洁等的合作潜力，推动新品快速放量。

表 12: 公司往年前五大客户营收占比

客户公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
帝斯曼 (DSM)	28.17%	43.08%	40.52%	43.26%	38.55%	35.12%	42.72%	43.81%
德之馨 (Symrise)	10.85%	8.7%	6.23%	4.64%	4.71%		客户 2: 7.87%	客户 2: 5.34%
奇华顿 (Givaudan)	5.76%	6.11%	5.62%	6.51%	5.51%		客户 3: 5.48%	客户 3: 4.90%
拜尔斯道夫 (Beiersdorf)		4.21%		4.58%	4.46%	6.50%	客户 4: 5.06%	客户 4: 4.39%
亚什兰 (Ashland)	10.77%	6.35%	9.67%				客户 5: 2.73%	客户 5: 2.88%
上海禾稼贸易有限公司			3.55%	3.65%	3.93%			
SunCellInc.	5.99%							
欧莱雅						5.66%		
FormulatedSolutions,LLC						7.74%		
PlaytexManufacturingInc.						6.85%		
前五大客户合计占比	61.54%	68.45%	65.59%	62.64%	57.15%	61.88%	63.86%	61.32%

数据来源: 公司招股书, 2023 年公司可转债审核问询函回复报告, 广发证券发展研究中心

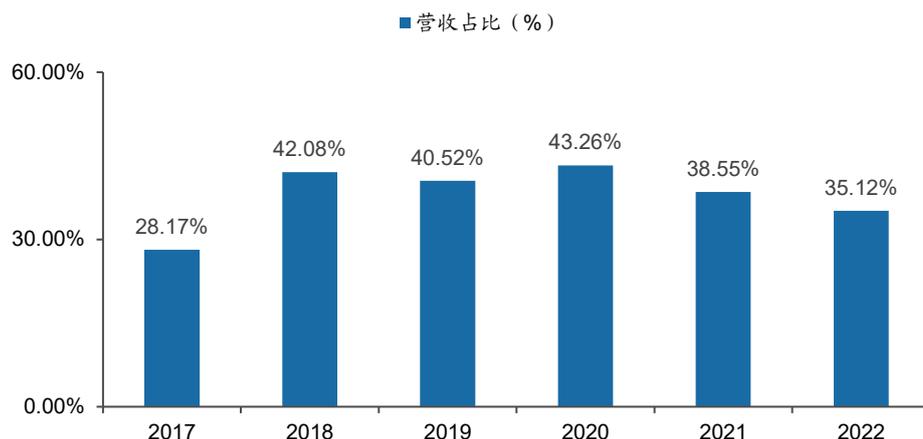
帝斯曼是全球主要的个人护理品供应商之一, 提供Parsol系列防晒产品, 公司为其提供防晒原料。在与帝斯曼的合作中, 公司自2015年起与其联合研发新型广谱紫外线吸收剂P-S和P-M, 并于2016年完成产品开发和生产线建设。自2017年至2023年, 双方建立了独家供应和采购体系, 并按季度制定采购意向。公司通过调配产能, 根据帝斯曼订单组织生产与交付, P-S产品市场需求旺盛, 产能利用率持续保持较高水平。随着公司产品的多样化, 预计将获得更多国际大客户的认可。

表 13: 帝斯曼防晒系列和公司相关产品

产品类型	帝斯曼产品名称	公司产品名称
广谱化学防晒剂	ParsolShield	P-S
	ParsolMax	P-M
UVA 化学防晒剂	Parsol1789	AVB
UVB 化学防晒剂	ParsolMCX	OMC
	Parsol340	OCT
	ParsolHMS	HMS
	ParsolEHS	OS
	ParsolEHT	EHT
混合防晒剂	ParsolGuard	OCT、HMS、AVB

数据来源: 2023 年公司可转债审核问询函回复报告, 广发证券发展研究中心

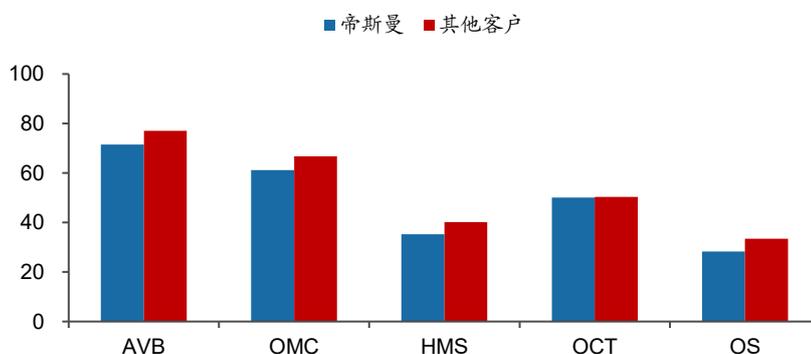
图 36: 公司第一大客户帝斯曼营收占比



数据来源: 公司招股书, 2023 年公司可转债审核问询函回复报告, 广发证券发展研究中心。

得益于中国低原材料和人工成本, 公司的核心产品具有明显价格优势, 性价比高。科思股份成立前期通过低价策略吸引客户, 主要依赖境外销售, 境内销售收入仅占约13%。境外销售占主营业务收入约87%, 客户主要为大客户和优质客户, 对其提供定价优惠。作为国际化妆品原料供应商, 科思在满足严格质量要求的同时提供质优价廉的产品。与小型厂商相比, 科思专注于高质量管控和专利要求, 产品在价格和质量上无可比性。公司在全球防晒剂市场的整体占有率超过20%, 是该领域的领先企业之一。

图 37: 2019 年同类产品销售价格对比 (元/千克)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司上市初期, 境外客户主要为规模达到30亿欧元的大型企业, 近年来则逐步向中小型企业发展。帝斯曼作为公司上市以来最大的一位客户, 其常年营收占比超过35%。公司近年来灵活应对市场变化, 加强中小客户开发, 提升市场份额。特别是在2020年, 当公司主要客户亚什兰推出防晒业务时, 公司迅速抓住市场机遇, 成功成为Formulated Solutions, LLC和Playtex Manufacturing Inc.的主要供应商。随着公司进一步拓展新客户和新产品, 公司的业务和客户结构将进一步丰富和优化, 公司对帝斯曼依赖程度逐渐减轻。

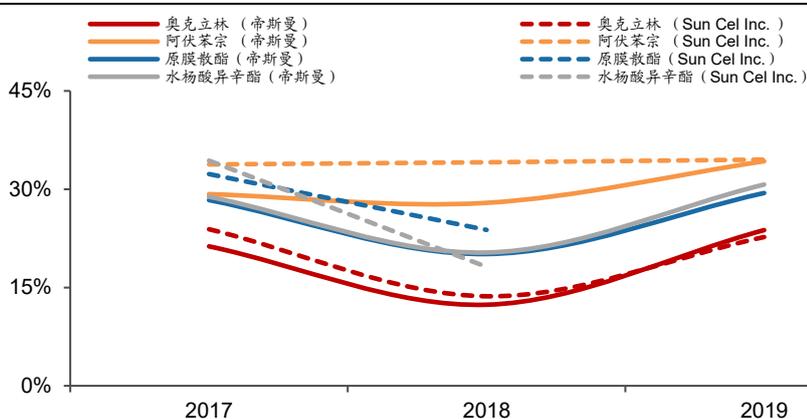
表 14: 公司境外客户合作关系

年份	前五大客户	公司规模 (同期营收)	占境外营收比例	主要产品
2022Q1-3	帝斯曼 (DSM)	83.9 亿欧元	35.80%	P-S、AVB
	FormulatedSolutions,LLC	798.0 万美元	9.37%	OCT、HMS
	PlaytexManufacturingInc.	母公司 Edgewell 为 21.7 亿美元	7.97%	OCT、HMS
	拜尔斯道夫 (Beiersdorf)	88.0 亿欧元	6.58%	AVB、EHT
	欧莱雅 (L'Oréal)	382.6 亿欧元	5.83%	AVB、EHT
2021	帝斯曼 (DSM)	92.0 亿欧元	45.06%	P-S、AVB
	拜尔斯道夫 (Beiersdorf)	76.3 亿欧元	5.31%	AVB、HMS
	德之馨 (Symrise)	38.3 亿欧元	4.20%	OMC、LLY
	PlaytexManufacturingInc.	母公司 Edgewell 为 20.9 亿美元	3.95%	OCT、HMS
	欧莱雅 (L'Oréal)	322.9 亿欧元	3.48%	OCT、AVB
2020	帝斯曼 (DSM)	81.1 亿欧元	49.21%	P-S、AVB
	拜尔斯道夫 (Beiersdorf)	70.3 亿欧元	5.21%	AVB、HMS
	德之馨 (Symrise)	35.2 亿欧元	4.59%	LLY、TAP
	奇华顿 (Givaudan)	63.2 亿瑞士法郎	4.30%	AT、PMOB
	芬美意(Firmenich)	38.8 亿瑞士法郎	3.10%	PMOB、LLY

数据来源: 2023 年公司可转债审核问询函回复报告, 年报, 广发证券发展研究中心

公司针对大客户和优质客户 (包括其指定的物流服务商) 提供定价优惠, 而总体交易额较小的客户定价略高。根据公司招股书, 2017至2019年期间, 公司第一大客户帝斯曼的平均采购量为6006.5吨, 而另一大客户 SunCellInc. 的平均采购量为639.0吨。比较这两个客户采购相同产品的毛利率发现, 中小型客户如SunCellInc. 的毛利率明显更高。此外, 其他产品在中小型客户群体中的毛利率也较高。例如, 2019年, 公司向SERTRADING(BR)LTDA销售对甲氧基肉桂酸异辛酯的毛利率达到34.47%, 而在帝斯曼的交易中, 该产品的毛利率仅为24.67%。

图 38: 防晒剂主要产品毛利率对比

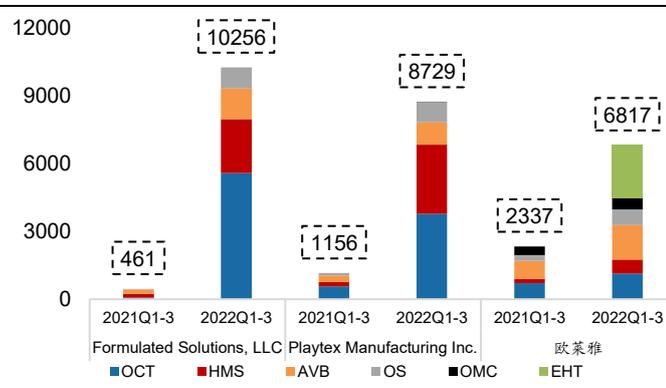


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心。

近年来，FormulatedSolutions,LLC、PlaytexManufacturingInc.和欧莱雅三大客户的销售增长显著。其原因主要受到美国防晒市场变化的影响，包括亚什兰2020年退出防晒业务、原材料供应紧张和航运不畅等因素。公司凭借稳定的供应体系，积极拓展美国市场，成功成为Playtex和FormulatedSolutions的主要供应商，这两家公司在美国防晒市场占有较高份额。自2014年起，公司与欧莱雅合作，销售产品主要用于欧洲市场。2022年，公司销售增长得益于新型防晒剂辛基三嗪酮（EHT）及阿伏苯宗（AVB）和奥克立林（OCT）等防晒产品需求的增加。

PlaytexManufacturingInc.隶属于Edgewell，主要生产个人护理产品。公司与Edgewell的合作始于2021年，销售产品包括奥克立林（OCT）、原膜散酯（HMS）和阿伏苯宗（AVB）。FormulatedSolutions,LLC成立于1999年，作为美国CDMO公司，采购公司产品用于代工生产“SunBum”和“香蕉船”等防晒品牌。公司与其合作始于2019年，销售增长迅速，主要产品为奥克立林（OCT）、原膜散酯（HMS）和阿伏苯宗（AVB）。

图 39: 公司新增客户分产品销量情况 (万元)



数据来源：2023 年公司可转债审核问询函回复报告，广发证券发展研究中心

图 40: 2020 年美国零售防晒品牌市场份额

品牌名称	归属公司	品牌份额
Neutrogena (露得清)	强生	14.5%
BananaBoat (香蕉船)	Edgewell	13.7%
Coppertone、CoppertoneWaterBabies、CoppertoneKids	默克	11.5%
SunBum	SunBumLLC	6.4%
HawaiianTropic (夏威夷热带)	Edgewell	3.8%

数据来源：2023 年公司可转债审核问询函回复报告，广发证券发展研究中心

(三) 产能稳定增长，产销率稳定居高

公司采用以销定产和合理安全库存的生产模式，持续推动产能扩张，确保具备优秀的快速反应能力。2024年，公司化妆品活性成分及原料的设计产能达4.82万吨/年，合成香料产能为1.64万吨/年。2024年化妆品活性成分及其原料板块产能利用率降至54.98%，同期合成香料板块产能得到释放，产能利用率升至89.22%。未来，随着公司市场策略的调整，合成香料产能将逐步释放。2024年中期，公司高效完成了年产1000吨P-S产线的投产试运行，同时加快氨基酸表面活性剂、新型去屑剂吡罗克酮乙醇胺盐等洗护类新产品的市场推广。此外，公司全力推进马来西亚年产1万吨防晒系列产品项目建设，进一步提升国际化水平和抗风险能力。

表 15: 公司现有产能及产能利用率

产品		2020	2021	2022	2023	2024
化妆品活性成分及其原料	设计产能 (t/a)	23800	29100	27070	33180	48230
	产能利用率	61.66%	52.50%	81.05%	75.05%	54.98%
	在建产能 (t/a)	1000	500	20800	5600	12000
合成香料	设计产能 (t/a)	9800	12200	16400	16400	16400
	产能利用率	92.63%	90.25%	54.08%	64.64%	89.22%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司持续推行大客户战略，维持着较高的产销率水平。公司所生产的化妆品活性成分及其原料、合成香料，优先满足自身用于防晒剂及合成香料中间体的生产需求，剩余部分才对外销售。2017-2023年，随着公司产能逐步释放，产量不断上升。与此同时，凭借长期稳定的客户合作关系以及良好的行业口碑，产品销售量也稳步增长，化妆品活性成分及其原料、合成香料这两大主要产品的产销率均稳定在98%左右。2023年，由于市场需求回暖，叠加新产品投放市场，公司化妆品活性成分及其原料的销量有所上升，产销率依旧保持在较高水平。

表 16: 公司产销率

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
化妆品活性成分及其原料	产量 (t)	13909	16896	18627	14674	15274	21955	24901
	自用量 (t)	3381	3405	3240	3525	4340	3612	4894
	销量 (t)	10285	12927	14082	10106	11229	16615	19525
	产销率 (%)	98.25%	96.66%	92.99%	92.89%	101.93%	92.13%	98.07%
合成香料	产量 (t)	7177	8237	8422	9077	11008	8886	10602
	自用量 (t)	3050	3428	3628	3213	3617	2933	3260
	销量 (t)	4402	4684	4288	5593	6465	5881	7157
	产销率 (%)	103.84%	98.49%	94.00%	97.02%	91.59%	99.19%	98.26%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

首发募投项目基本完成，产能大量增加。截至2024年，首发募投项目均已达到预定可使用状态，开始贡献收入。新增2000吨/年阿伏苯宗防晒剂以及各1500吨/年的水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸异戊酯和水杨酸正戊酯。除此之外，还新增1500吨/年辛基三嗪酮以及各500吨/年二乙氨基羟苯甲酸酯和双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪，这些新型防晒剂的迅速投产将有效提升产能利用率，推动公司业绩增长。

表 17: 首发募投项目情况 (万元)

项目名称	产品名称	年产量 (吨)	变更后项目拟投入募集资金总额	截至 2024 年末实际累计投入金额	截至 2024 年末投资进度	项目达到预定可使用状态日期
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 (AVB)	2000	35,945.02	27,900.48	77.62%	2022 年 1 月 31 日
	水杨酸苄酯 (香精香料、BS)	1500				
	水杨酸正己酯 (香精香料、NHS)	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)	水杨酸异戊酯	1500	1,106.50	1,106.50	100.00%	2021 年 8 月 31 日
	水杨酸正戊酯 (香精香料、AS)	1500				

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 (EHT)	1000	1,539.58	2,081.65	135.21%	2021年5月 31日
马鞍山科思化学有限公司年产 2500 吨日用化学品原料项目	二乙氨基羟苯甲酰基苯 甲酸己酯 (PAA)	500	4,408.90	4,623.05	104.86%	2022年9月 30日
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	双-乙基己氧苯酚甲氧苯 基三嗪 (P-S)	500	3,403.93	3,348.95	98.38%	2022年9月 30日
安庆科思化学有限公司科思个人护理 品研发项目	-	-	2,756.07	2,919.66	105.94%	2023年12月 31日
合计			49,160.00	41,980.29		

数据来源：公司 2024 年报，广发证券发展研究中心

可转债募投项目持续建设，贡献洗护产品产能。新增氨基酸表面活性剂-椰油酰甘氨酸钠5500吨/年，氨基酸表面活性剂-椰油酰甘氨酸钾3000吨/年、氨基酸表面活性剂-甲基椰油酰基牛磺酸钠4300吨/年和高分子增稠剂-卡波姆2000吨/年。此外，还有双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 1000吨/年，P-S中间体RET1600吨/年，洗护类产品产量快速增加，预计很快能加大收入。

表 18：可转债募投项目情况（万元）

项目名称	产品名称	年产量(吨)	变更后项目 拟投入募集 资金总额	截至 2024 年 未实际累计 投入金额	截至 2024 年 末投资进度	项目达到预 定可使用状 态日期
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）	氨基酸表面活性剂-椰油酰 甘氨酸钠	5500	52,590.86	42,921.81	81.61%	2024年12月 31日
	氨基酸表面活性剂-椰油酰 甘氨酸钾	3000				
	氨基酸表面活性剂-甲基椰 油酰基牛磺酸钠	4300				
	高分子增稠剂-卡波姆	2000				
安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端 个人护理品项目	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基 三嗪 (P-S)	1000	19,900.92	16,613.91	83.48%	2024年6月 30日
	P-S 中间体 RET	1600				
合计			72,491.78	59,535.72		

数据来源：公司 2024 年报，广发证券发展研究中心

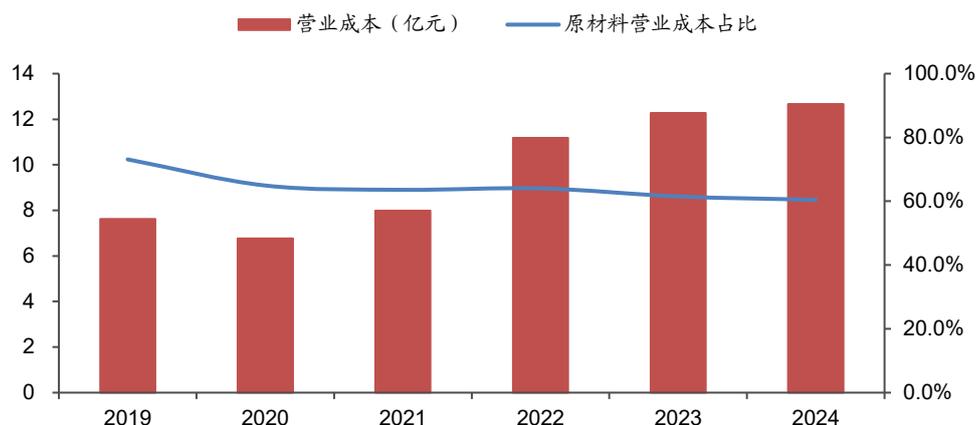
新增马来西亚年产1万吨防晒系列产品项目，保证海外市场供应。该项目位于柔佛州丹戎浪莎工业园，项目总投资约为7.1亿元人民币，由公司与控股股东南京科思投资发展有限公司共同出资，其中公司出资70%，资金来源为自有资金。项目实施分期进行，建设期预计为24个月，具体情况将根据实际进展调整。

（四）成本转嫁能力强，盈利能力稳定

公司生产主要依赖于大宗化工原料，原材料在营业成本中占据较大比重。其主要原材料来源于石油化工行业，如对甲氧基苯甲醛、甲苯、苯甲醚、异丁烯、异辛醇、异佛尔酮、二苯甲酮、三氯化铝、苯酚和水杨酸甲酯等。2019年至2024年公司的原材料采购成本占营业成本的比例持续保持在60%以上。2019年至2024年公司的

营业成本总体呈上升趋势。

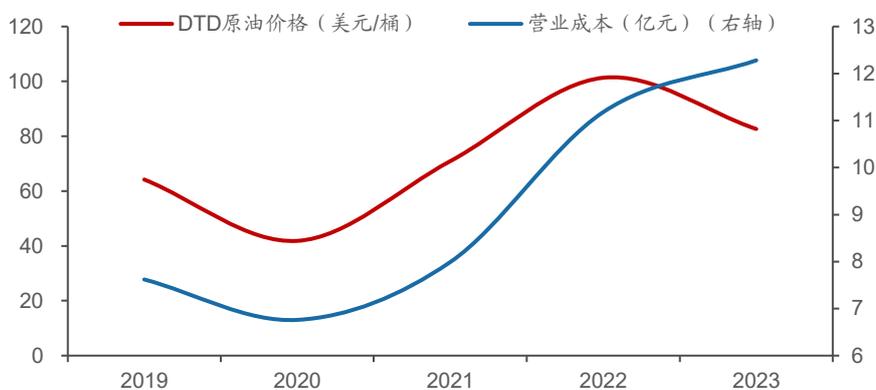
图 41：营业成本与原材料占比



数据来源：公司年报，招股书，广发证券发展研究中心。

营业成本与原油价格挂钩，成本结构呈现一定的周期性特征。由于营业成本与上游产业链中的原油价格相关，原油价格的波动会通过传导机制影响化工品的成本，进而影响公司的采购成本和盈利能力。2020年较2019年，原油价格下跌，公司的营业成本也随之下降。2020年至2022年，原油的价格逐年攀升，公司的营业成本也同比不断增高。

图 42：原油价格与营业成本

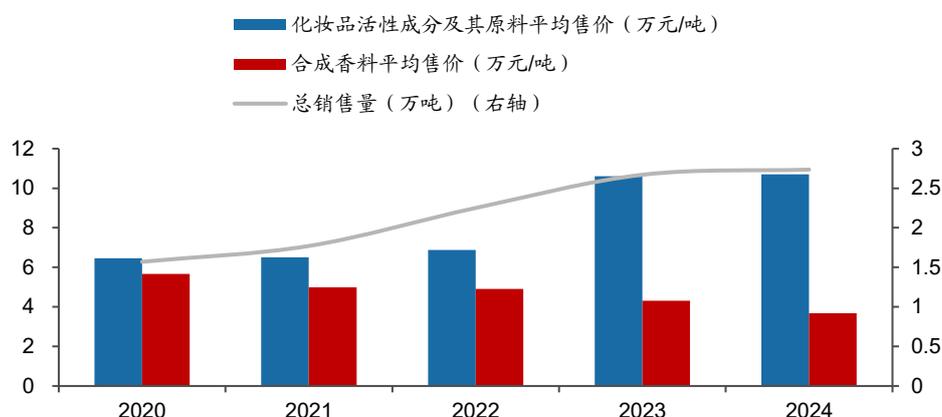


数据来源：公司年报，iFinD，广发证券发展研究中心

成本转嫁策略应对油价波动，盈利能力稳中有进。公司提高主要产品价格集中于2018年初、2018年中和、2019年初和2022年。其中2018年初、2018年中和2019年初提价是由于2018年原油价格的明显上涨，且产品价格的提升滞后于原材料价格的提升。而在2020年原材料价格显著下降，但2021年公司产品化妆品活性成分以其原料与合成香料价格并未出现明显下跌，同时销量同比上升。2022年由于原材料成本大幅上涨以及海运费价格大幅上升，公司采取调整产品价格措施，实现了毛利率水平的提升。公司一直以来价格的调整符合行业的需求和预期。同时，在下游行业的成本结构中，原材料费用占比极小，因此下游客户对价格不敏感，价格需求弹性

小且对品质要求较高，易接受公司产品的价格波动。

图 43: 产品平均售价与总销量



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

除成本转嫁策略以外，公司也在积极向产业链上游延伸，保证重要原料供应的**稳定性和价格稳定性**。公司能够自行生产的原材料包括：阿伏苯宗的原料对叔丁基苯甲酸甲酯和对甲氧基苯乙酮、原膜散酯的原料异佛尔醇、铃兰醛的原料对叔丁基苯甲醛等，涵盖重要的化妆品活性成分及合成香料原料，不但保证了产品质量，而且延伸了产业链。同时，持续加大销售费用、管理费用的投入，与大客户进一步拓展合作空间，保证与下游客户的合作粘性。

通过成本转嫁策略，向上延伸产业链，向下拓展巩固合作，公司从上市以来做到盈利能力稳中有进。

四、盈利预测和投资建议

我们按品类对公司业务做拆分和预测，公司业务包括化妆品活性成分及原料、合成香料等品类，核心假设如下：

(1) 化妆品活性成分及原料

2024年，公司受全球防晒剂原料市场供需失衡及竞争加剧影响，产品价格与销量双降。下游客户库存消化周期延长，欧美化妆品集团（如欧莱雅）2023年积极备货后，2024年进入去库存阶段，北美地区防晒剂老品（HMS、OCT等）订单量下滑。同时，欧洲夏季气温偏低、降水增加，抑制防晒产品终端消费，加剧市场压力。2025年，安庆工厂产能爬坡完成，马来西亚工厂（1万吨防晒剂项目）投产，公司生产效率和成本结构有望改善。2026年，行业去库存有望接近尾声，氨基酸表活、去屑剂（吡罗克酮乙醇胺盐）及新型防晒剂逐步进入国际供应链，公司有望步入稳定增长长期。预计2025-2027年化妆品活性成分及原料业务增长-15%/7%/10%。

(2) 合成香料

全球合成香料市场规模持续增长，在日化、食品饮料等行业需求的推动下，中国市场增速显著高于全球。公司合成香料业务稳定，抗周期性强。原计划于2024年投产的安庆科思合成香料项目一期推迟至2025年底，未来产能释放将成为业务增长的重要驱动。预计2025-2027年合成香料业务增长5%/5%/7%。

公司近期受产品价格与销量双降影响，毛利率短期内预计小幅下滑。但随着公司长期策略向高毛利的新型防晒剂产品倾斜，并加大对中小型客户的布局，毛利率有望逐年提升。预计2025-2027年公司毛利率分别为38.61%/40.87%/42.64%。

表 19: 主营业务拆分及预测

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
化妆品活性成分及原料	2070.41	1903.78	1618.21	1731.49	1904.64
YOY	43.7%	-8.0%	-15.0%	7.0%	10.0%
合成香料	308.47	352.14	369.75	388.24	415.41
YOY	6.8%	14.2%	5.0%	5.0%	7.0%
其他	21.04	20.06	20.06	20.06	20.06
YOY	-40.1%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入合计	2399.92	2275.98	2008.02	2139.79	2340.11
YoY	36.0%	-5.2%	-11.8%	6.6%	9.4%
毛利合计	1171.88	1010.54	775.27	874.53	997.71
毛利率	48.8%	44.4%	38.6%	40.9%	42.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

选取同样深度参与化妆品产业链的珀莱雅、华熙生物、上海家化、以及赞宇科技作为可比公司。可比公司筛选依据主要包括: 业务与科思股份的相关性、市场定位的相似性、以及行业可比性。其中, 珀莱雅为国内知名化妆品品牌商, 华熙生物深耕功能性护肤原料, 上海家化为传统日化龙头, 赞宇科技则涉及化妆品原料供应链, 与科思股份的业务模式具有一定的可比性。

根据Wind一致预期, 可比公司2025年PE均值为32.69倍, 最高为华熙生物的53.29倍, 最低为赞宇科技的12.30倍。从估值角度来看, 华熙生物估值较高, 反映出其在功能性护肤原料领域的龙头地位及高成长性; 上海家化估值处于中等水平, 体现出其稳健运营的品牌价值; 而赞宇科技估值相对较低, 可能与其业务模式较为传统、成长性相对有限有关。

综合行业可比公司估值水平, 我们给予科思股份2025年22倍PE估值, 对应合理价值18.70元/股, 给予“买入”评级。

表 20: 可比公司盈利预测与估值 (截止2025年6月9日)

股票代码	公司名称	归母净利润 (百万元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603605.SH	珀莱雅	1843.24	2151.19	2462.99	18.20	15.59	13.62
688363.SH	华熙生物	457.34	599.34	789.85	57.73	44.05	33.42
600315.SH	上海家化	350.86	458.51	540.28	46.35	35.47	30.10
002637.SZ	赞宇科技	367.50	481.17	548.00	12.62	9.64	8.46
-	平均值	-	-	-	33.73	26.19	21.40

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心 (注: 上市公司采用 iFinD 一致预期)

五、风险提示

（一）原材料价格波动

化工原材料价格受国际局势、国内宏观经济变化及供需关系等多重因素影响，存在一定不确定性，其波动可能对公司盈利能力产生一定影响。

（二）重要客户流失

公司与主要客户的合作关系稳定，且收入占比较高，但若核心客户流失，可能对公司收入增长带来一定压力。

（三）产能扩张不及预期

公司仍有多项在建项目推进中，受多种不可控因素影响，新产线建设进度可能存在不确定性，若产能扩张未达预期，可能对未来营收增长造成影响。

（四）产能消化情况低于预期

公司产能消化情况低于预期，可能导致成本偏高，对公司未来毛利率产生一定影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,240	2,065	2,155	2,550	3,036
货币资金	542	534	453	615	821
应收及预付	447	279	368	392	429
存货	425	629	491	480	504
其他流动资产	826	623	843	1,063	1,283
非流动资产	1,650	2,193	2,310	2,414	2,497
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	926	1,359	1,479	1,583	1,665
在建工程	473	393	393	393	393
无形资产	118	219	219	219	219
其他长期资产	132	222	219	219	220
资产总计	3,890	4,258	4,465	4,964	5,533
流动负债	494	589	395	408	434
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	363	458	274	281	298
其他流动负债	131	131	121	126	136
非流动负债	769	787	775	775	775
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	622	655	655	655	655
其他非流动负债	148	132	120	120	120
负债合计	1,263	1,376	1,170	1,182	1,209
股本	169	340	476	476	476
资本公积	847	707	574	574	574
留存收益	1,513	1,618	2,025	2,513	3,055
归属母公司股东权益	2,627	2,771	3,184	3,672	4,214
少数股东权益	0	111	111	111	111
负债和股东权益	3,890	4,258	4,465	4,964	5,533

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2400	2276	2008	2140	2340
营业成本	1228	1266	1233	1265	1342
营业税金及附加	22	24	18	19	21
销售费用	33	34	20	21	23
管理费用	163	198	181	182	199
研发费用	113	116	100	96	117
财务费用	-15	6	-11	-9	-12
资产减值损失	0	-8	-6	-6	-6
公允价值变动收益	6	1	0	0	0
投资净收益	7	13	6	7	0
营业利润	871	689	478	578	644
营业外收支	-5	-6	-3	-3	-3
利润总额	866	683	475	575	641
所得税	133	122	73	88	98
净利润	734	561	403	487	543
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	734	562	403	487	543
EBITDA	961	855	645	762	846
EPS (元)	2.17	1.66	0.85	1.02	1.14

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	799	823	397	658	709
净利润	734	561	403	487	543
折旧摊销	117	174	181	196	218
营运资金变动	-74	115	-171	-27	-60
其它	22	-27	-15	2	9
投资活动现金流	-1,366	-527	-488	-496	-504
资本支出	-654	-684	-303	-303	-303
投资变动	-723	141	-200	-200	-200
其他	11	17	15	6	-1
筹资活动现金流	546	-344	5	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	120	3	0	0
其他	546	-463	2	0	0
现金净增加额	-13	-17	-81	162	206
期初现金余额	544	531	514	433	595
期末现金余额	531	514	433	595	801

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	36.0%	-5.2%	-11.8%	6.6%	9.4%
营业利润	87.9%	-20.9%	-30.6%	20.9%	11.3%
归母净利润	89.0%	-23.3%	-28.4%	21.0%	11.4%
获利能力					
毛利率	48.8%	44.4%	38.6%	40.9%	42.6%
净利率	30.6%	24.7%	20.0%	22.8%	23.2%
ROE	27.9%	20.3%	12.6%	13.3%	12.9%
ROIC	22.0%	15.8%	10.0%	10.8%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	32.3%	26.2%	23.8%	21.8%
净负债比率	48.1%	47.8%	35.5%	31.3%	27.9%
流动比率	4.53	3.50	5.45	6.26	6.99
速动比率	3.44	2.33	4.01	4.84	5.56
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.56	0.46	0.45	0.45
应收账款周转率	6.55	6.39	6.34	5.71	5.79
存货周转率	2.79	2.40	2.20	2.61	2.73
每股指标 (元)					
每股收益	2.17	1.66	0.85	1.02	1.14
每股经营现金流	4.72	2.42	0.84	1.38	1.49
每股净资产	14.98	7.89	6.51	7.53	8.67
估值比率					
P/E	28.73	15.44	18.28	15.11	13.56
P/B	4.15	3.25	2.38	2.05	1.78
EV/EBITDA	11.06	10.33	11.72	9.71	8.50

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级分析师，香港大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。