

# 科思股份 (300856)

证券研究报告

2022 年 08 月 12 日

## 防晒剂&合成香料双轮驱动，铸就细分赛道龙头企业

行业：防晒剂市场高增，香精香料稳步发展

1) 化妆品活性成分市场受下游化妆品行业发展影响快速增长，受美白抗衰需求与防晒应用精细化影响，防晒剂需求高增。欧睿国际预计我国整体化妆品市场规模预计未来几年增长率保持在 8%以上，2023 年我国整体化妆品市场规模将达 6770 亿元。随着美白抗衰需求快速增长，护肤抗衰成为公众首要选择，加之防晒应用精细化提高，预计 2024 年我国防晒用品市场规模达到 229 亿元人民币，未来 3 年 CAGR 将保持在 11%左右的高增速水平，超越全球增速。

2) 香精香料行业集中度较高，市场稳步增长，全球产能转移助推国内快速发展。全球香料香精市场主要集中在全球前十大公司，预计 2024 年全球香料市场规模将达到 327 亿美元，我国香料香精市场得益于国民收入的提高和国际香料香精巨头的产能转移布局，市场规模保持稳定增长。

公司概况：防晒剂&合成香料双轮驱动，铸就细分赛道龙头企业

科思股份是一家日用化学品原料生产企业，主要从事日化原料的研发、生产和销售。公司的产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。在防晒剂方面，2019 年的数据显示，公司占据了全球近 30%市场份额。在合成香料方面，公司是全球铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一，产品在国际市场上具有较强的竞争力。

竞争优势：深度绑定客户，持续研发创新与技术升级

1) 客户优势：长期合作知名国际下游客户，共研共创增加大客户绑定深度。目前公司已与多个海内外知名化妆品企业及香精香料公司建立稳定合作，通过产品品质、合作共研绑定大客户体系。

2) 研发优势：前沿技术研发，研发投入加大，认证资质完善。2017-2021 年，公司研发费用率从 2.9%提升至 4.2%。公司具备行业认可的生产管理体系、质量管理体系，接受实地考察，获得多项美国、欧盟认证资质。

3) 产品优势：产品线丰富具有结构优势

公司产品线丰富，防晒剂产品覆盖 UVA/UVB 所有波段，可满足下游客户多样化需求。合成铃兰醛具备核心专利技术，产品竞争力强。

未来看点：扩产能+拓品类+政策利好，赋能公司未来发展

1) 产能扩充：产能利用率及产销率高位下，产能扩充驱动业绩发展。二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯(新型防晒剂)500 吨/年产能正处建设中，21 年报披露预计至 2022 年上半年竣工投产。此外，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将新增 500 吨/年双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪产能，预计投产后可为公司持续带来产能增量。

2) 拓展新品类：拓大品类布局，加强创新研发。公司扩展其他化妆品活性成分，丰富产品结构，储备优质项目。新业务方面计划投资建设高端个人护理品及合成香料项目，打造新成长曲线。

3) 政策利好：监管趋严，规范发展，利好龙头原料厂商。新原料备案流程准入门槛降低，高低风险原料分类管理，加速审批。“一码一原”加强原料溯源，规范发展，提升企业壁垒，整体受政策利好，助力行业发展。

投资建议：

公司作为全球防晒剂原料龙头厂家，短期业务有望获得修复，中长期受益于产能扩张、品类拓展和政策支持，相对估值下仍有优势，我们看好公司未来发展，预计 22—24 年净利润 2.18/2.80/3.34 亿元，对应 PE36/28/23x，目标价 60.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业波动导致的风险；主要原材料价格波动风险；环保风险；客户依赖风险；汇率波动风险；中美贸易摩擦风险

### 投资评级

行业 美容护理/化妆品

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 48.48 元

目标价格 60.71 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 169.32

流通 A 股股本(百万股) 58.98

A 股总市值(百万元) 8,208.63

流通 A 股市值(百万元) 2,859.35

每股净资产(元) 14.60

资产负债率(%) 12.73

一年内最高/最低(元) 64.98/35.70

### 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

唐婕 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

| 财务数据和估值     | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,008.47 | 1,090.42 | 1,507.51 | 1,828.99 | 2,185.33 |
| 增长率(%)      | (8.35)   | 8.13     | 38.25    | 21.33    | 19.48    |
| EBITDA(百万元) | 297.18   | 273.86   | 347.01   | 422.07   | 486.59   |
| 净利润(百万元)    | 163.46   | 132.87   | 218.31   | 279.94   | 334.45   |
| 增长率(%)      | 6.35     | (18.72)  | 64.31    | 28.23    | 19.47    |
| EPS(元/股)    | 0.97     | 0.78     | 1.29     | 1.65     | 1.98     |
| 市盈率(P/E)    | 47.62    | 58.58    | 35.65    | 27.80    | 23.27    |
| 市净率(P/B)    | 5.28     | 4.90     | 4.25     | 3.79     | 3.36     |
| 市销率(P/S)    | 7.72     | 7.14     | 5.16     | 4.26     | 3.56     |
| EV/EBITDA   | 18.55    | 23.88    | 20.01    | 16.17    | 13.47    |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

|                                            |           |
|--------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 公司概况：防晒剂&amp;合成香料双轮驱动，铸就细分赛道龙头企业</b> | <b>5</b>  |
| 1.1. 发展历程：逐步增设生产基地，提升产出水平                  | 5         |
| 1.2. 公司业务：以化妆品活性成分及其原料为主，合成香料次之            | 5         |
| 1.3. 财务分析：成长性显著，盈利能力逐渐恢复                   | 7         |
| 1.3.1. 营收：疫情冲击致业绩短期承压，2022Q1 重回增长轨道        | 7         |
| 1.3.2. 成本：管控措施有效，毛利率有所好转                   | 7         |
| 1.3.3. 净利润：21 年短期承压，22 年盈利能力已逐步修复          | 8         |
| 1.3.4. 营运指标：20 年以来有所弱化，但总体保持稳定             | 8         |
| 1.3.5. 现金：经营性现金流保持稳定，货币资金充足                | 9         |
| 1.4. 股权结构：集中度高，核心员工通过员工持股平台与公司深度绑定         | 9         |
| 1.5. 管理层：行业经验丰富，赋能企业管理                     | 10        |
| <b>2. 行业分析：防晒剂市场高增，香精香料稳步发展</b>            | <b>10</b> |
| 2.1. 化妆品活性成分：具备较严监管，下游市场需求推动防晒品类高增         | 11        |
| 2.1.1. 基础概念：特殊用途化妆品，具备较严监管                 | 11        |
| 2.1.2. 驱动力：美白抗衰成为消费者重要需求，防晒应用精细化提高         | 12        |
| 2.1.3. 市场规模：下游需求旺盛，细分品类防晒剂需求高增             | 13        |
| 2.1.4. 竞争格局：化妆品活性成分市场集中度较低，科思防晒剂市占率保持高位    | 14        |
| 2.2. 香料香精市场：市场集中度高，规模稳步增长                  | 16        |
| 2.2.1. 基础概念：含香天然物质提取成分，下游应用广泛              | 16        |
| 2.2.2. 驱动力：生产端全球产能转移，助推国内市场规模增长            | 16        |
| 2.2.3. 市场规模：全球与国内均稳步提升                     | 17        |
| 2.2.4. 竞争格局：市场份额高度集中全球 CR10，科思股份细分领域竞争力强   | 18        |
| <b>3. 公司竞争优势：深度绑定客户，持续研发创新与技术升级</b>        | <b>19</b> |
| 3.1. 客户优势：长期合作知名国际下游客户，共研共创增加大客户绑定深度       | 19        |
| 3.1.1. 供应商筛选体系严格，合作建立可形成长期绑定               | 19        |
| 3.1.2. 公司优质客户合作稳定，前五大客户占比高，合作共创增加粘性        | 19        |
| 3.2. 研发优势：前沿技术研发，研发投入加大，认证资质完善             | 21        |
| 3.2.1. 深入开发大量前沿技术及特色生产工艺，具备大量核心专利和研发项目     | 21        |
| 3.2.2. 持续加大研发投入，构建自身壁垒                     | 22        |
| 3.2.3. 认证资质完善，生产和质量管理体系持续升级，取得主要进口国相关认证    | 23        |
| 3.3. 产品优势：产品线丰富具有结构优势，核心技术升级具有成本优势         | 23        |
| 3.3.1. 防晒产品：产品线丰富，新兴防晒剂前景佳                 | 23        |
| 3.3.2. 香料产品：核心专利与成本优势加持，产品铃兰醛竞争力强          | 24        |
| <b>4. 未来看点：短期业绩修复，中长期产能扩充、品类拓展赋能未来发展</b>   | <b>25</b> |
| 4.1. 短期看点：公司有较强议价能力，随着提价，毛利端有望修复           | 25        |
| 4.2. 中长期看点：扩产能+拓品类+政策利好，赋能公司未来发展           | 25        |
| 4.2.1. 产能扩充：产能利用率及产销率高位下，产能扩充驱动业绩发展        | 25        |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 4.2.2. 拓展新品类：拓大品类布局，加强创新研发 .....    | 27 |
| 4.2.3. 政策端：监管趋严，规范发展，利好龙头原料厂商 ..... | 27 |
| 5. 盈利预测与估值 .....                    | 29 |
| 6. 风险提示 .....                       | 30 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程 .....                       | 5  |
| 图 2：公司业务概览 .....                       | 6  |
| 图 3：分业务营收占比 .....                      | 6  |
| 图 4：分业务毛利率 .....                       | 6  |
| 图 5：分产品营收占比 .....                      | 6  |
| 图 6：海内外销售占比 .....                      | 7  |
| 图 7：营收及增速 .....                        | 7  |
| 图 8：公司历年毛利率（%） .....                   | 8  |
| 图 9：净利润及增速（百万元，%） .....                | 8  |
| 图 10：存货周转率，应收账款周转率 .....               | 9  |
| 图 11：公司经营活动和投资活动现金流（百万元） .....         | 9  |
| 图 12：公司货币资金（百万元） .....                 | 9  |
| 图 13：公司股权结构（截至 2022 年一季报） .....        | 10 |
| 图 14：公司所处行业上下游 .....                   | 10 |
| 图 15：国内常见防晒剂分类 .....                   | 11 |
| 图 16：防晒剂产业链 .....                      | 11 |
| 图 17：化妆品基本原料 .....                     | 11 |
| 图 18：抗衰美白成为除补水保湿外消费者最关注的护肤功效 .....     | 12 |
| 图 19：护肤品成为公众抗击衰老的首要选择 .....            | 12 |
| 图 20：具有防晒功能的唇膏、眼霜、面霜产品 .....           | 13 |
| 图 21：居民人均可支配收入与人均消费支出呈上升趋势 .....       | 13 |
| 图 22：全球化妆品市场规模（亿美元） .....              | 14 |
| 图 23：中国化妆品市场规模（亿元） .....               | 14 |
| 图 24：世界防晒产品市场规模 .....                  | 14 |
| 图 25：中国防晒产品市场规模 .....                  | 14 |
| 图 26：2021 年全球防晒产品市场品牌集团竞争格局情况（%） ..... | 15 |
| 图 27：2021 年中国防晒产品市场品牌集团竞争格局情况（%） ..... | 15 |
| 图 28：香料香精产业链情况 .....                   | 16 |
| 图 29：龙头香精香料公司加码中国产能布局 .....            | 16 |
| 图 30：中国香精香料行业细分产量 .....                | 17 |
| 图 31：全球香精香料市场规模 .....                  | 17 |
| 图 32：中国香精香料市场规模 .....                  | 17 |
| 图 33：2017 年全球香料香精企业市场份额占比 .....        | 18 |
| 图 34：公司香料香精领域全球竞争对手情况 .....            | 19 |

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 35: 下游客户对化妆品原料供应商审核严格.....           | 19 |
| 图 36: 与知名公司初次合作.....                   | 20 |
| 图 37: 前五大客户销售占比.....                   | 20 |
| 图 38: 公司对帝斯曼的销售额及占比.....               | 20 |
| 图 39: 公司历年研发投入递增.....                  | 22 |
| 图 40: 产品线丰富, 防晒剂产品涵盖 UVA, UVB 全波段..... | 24 |
| 图 41: 科思股份市场份额 (%).....                | 25 |
| 图 42: 科思股份公司化妆品活性成分及合成香料单价 (万元/吨)..... | 25 |
| 图 43: 产能利用率.....                       | 26 |
| 图 44: 产销率.....                         | 26 |
| 图 45: 2017-2019 阿伏苯宗产能利用率及产销率.....     | 26 |
| 图 46: 21 年起原料政策变化及近期热点事件.....          | 27 |
| 图 47: 化妆品注册/备案流程.....                  | 28 |
| 图 48: 可比估值.....                        | 30 |
| <br>                                   |    |
| 表 1: 公司管理层.....                        | 10 |
| 表 2: 科思股份市占率.....                      | 15 |
| 表 3: 公司防晒领域主要竞争对手情况.....               | 15 |
| 表 4: 现有的核心专利技术+储备的研发技术.....            | 21 |
| 表 5: 研发人员占比、研发投入.....                  | 22 |
| 表 6: 公司认证资质情况.....                     | 23 |
| 表 7: 合成香料主要产品.....                     | 25 |
| 表 8: 公司新增产能.....                       | 27 |
| 表 9: 分项业务收入预测 (单位: 万元).....            | 29 |

## 1. 公司概况：防晒剂&合成香料双轮驱动，铸就细分赛道龙头企业

科思股份是一家日用化学品原料生产企业，主要从事日化原料的研发、生产和销售。公司的产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。在防晒剂方面，2019 年的数据显示，公司占据了全球近 30% 市场份额。在合成香料方面，公司是全球铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商之一，产品在国际市场上具有较强的竞争力。

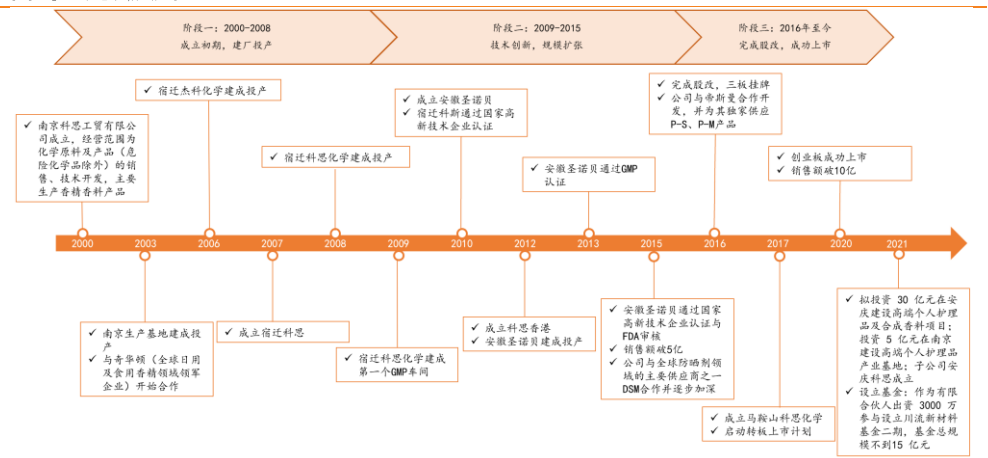
### 1.1. 发展历程：逐步增设生产基地，提升产出水平

2000 年公司前身南京碟界科技有限公司成立，经过 20 多年的产能扩张和业务拓展，逐步成为一家具有较强国际竞争力的企业。

**在产能扩张方面**，2003 年公司第一个生产基地南京生产基地正式建成，2006 年主要从事防晒剂的生产与销售的宿迁杰科建成投产，2008 年宿迁科思建成投产，公司大举进入合成香料及防晒剂市场。2010 年随着安徽圣诺贝成立，公司在防晒剂领域布局再下一子。2017 年成立马鞍山科思化学。为了更好的满足公司发展需要，2021 年公司拟投资 30 亿在安庆建设高端个人护理品及合成香料项目，投资 5 亿在南京建设高端护理品产业基地，同年成立安庆科思，公司结构框架不断优化，为未来发展打下了坚实基础。

**在客户拓展方面**，公司始终坚持放眼全球主攻高端市场的策略，与全球知名日化企业建立了合作关系。最早在 2003 年公司就与奇华顿建立了业务合作，在 2015 年公司与帝斯曼建立了合作关系，帝斯曼随之成为公司之后几年业务增长的核心驱动力。

图 1：公司发展历程



资料来源：科思股份招股说明书，公司官网，公司 2021 年报，天风证券研究所

### 1.2. 公司业务：以化妆品活性成分及其原料为主，合成香料次之

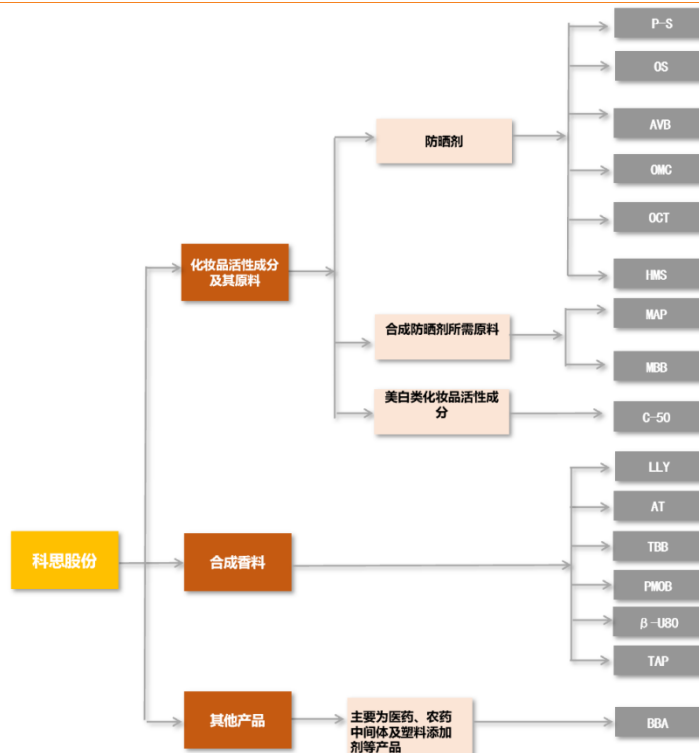
公司主要产品包括化妆品活性成分及其原料、合成香料等日用化学品原料。

**1) 化妆品活性成分及其原料产品：**主要为防晒化妆品中的防晒剂及其原料，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品、紫外线吸收剂中。除防晒剂外，公司产品还包括合成防晒剂所需的原料，在满足自身使用的基础上可以实现部分对外销售，另外美白类化妆品活性成分陆续向市场推出。

**2) 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（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，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。

**3) 公司其他产品：**有医药、农药中间体及塑料添加剂等产品，规模较小。

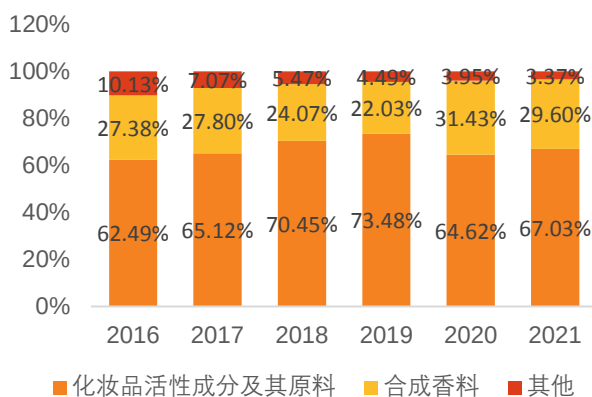
图 2：公司业务概览



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

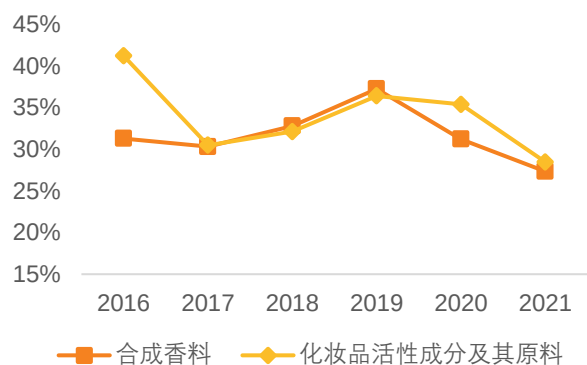
分业务类型来看，公司营收结构稳定，主营业务突出。公司化妆品活性成分及其原料业务以及合成香料业务收入合计占比常年维持在 95%左右。2020 年以来公司合成香料业务收入占比快速提升主要是新冠疫情爆发后全球对洗涤、杀菌类日化产品的消费显著提升，促进了公司合成香料业务的销售所致。

图 3：分业务营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：分业务毛利率

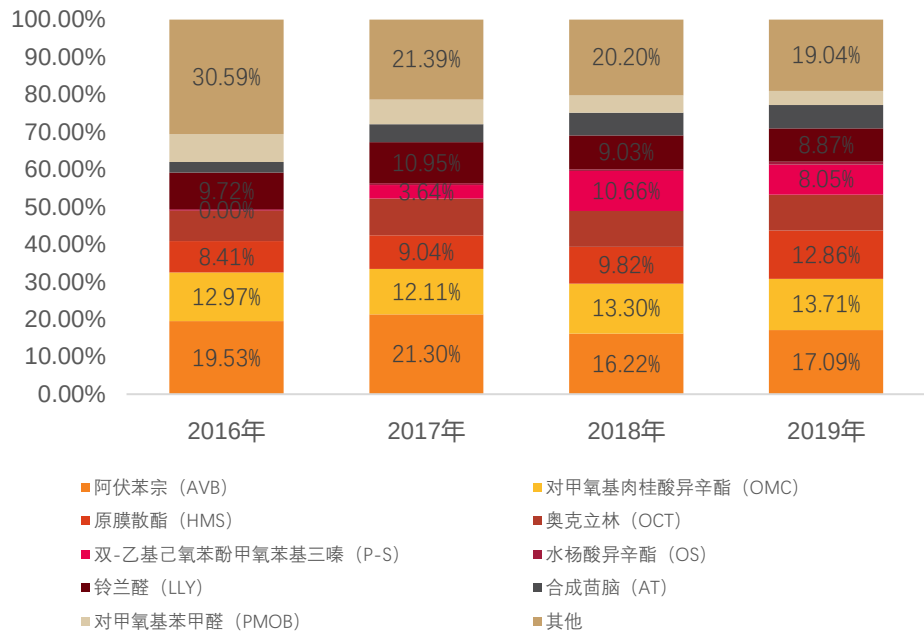


资料来源：wind，天风证券研究所

分产品来看，公司主要产品整体营收占比逐年提高。公司主要产品为阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯、奥克立林、P-S、水杨酸异辛酯、铃兰醛、合成茴脑、对甲氧基苯甲醛，2016 年-2019 年，合成茴脑、P-S、原膜散酯营收占比提升显著，公司主要产品整体占比从 69%提升至 81%。

图 5：分产品营收占比





资料来源: wind, 天风证券研究所

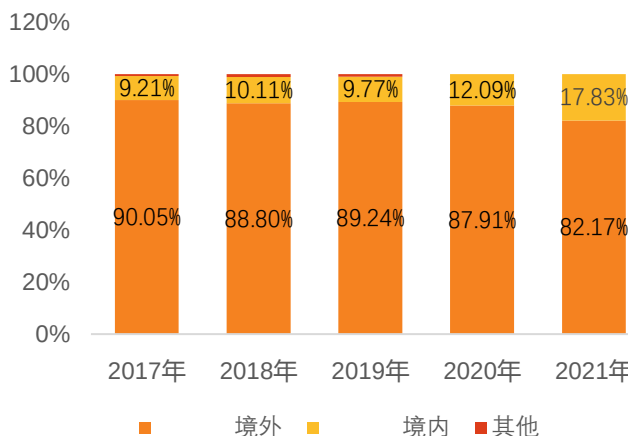
### 1.3. 财务分析: 成长性显著, 盈利能力逐渐恢复

#### 1.3.1. 营收: 疫情冲击致业绩短期承压, 2022Q1 重回增长轨道

2017-2021 年公司营业收入保持稳定增长。2017 年至 2019 年公司营业收入 CAGR 为 24%。2020 年受疫情影响下游需求不足导致营业收入同比增长为负, 2021 年基本摆脱疫情影响, 营业收入逐渐修复, 2021Q4, 公司逐步对部分产品提价转移成本压力, 2022Q1 营收同比提升 59.62%, 实现快速增长。

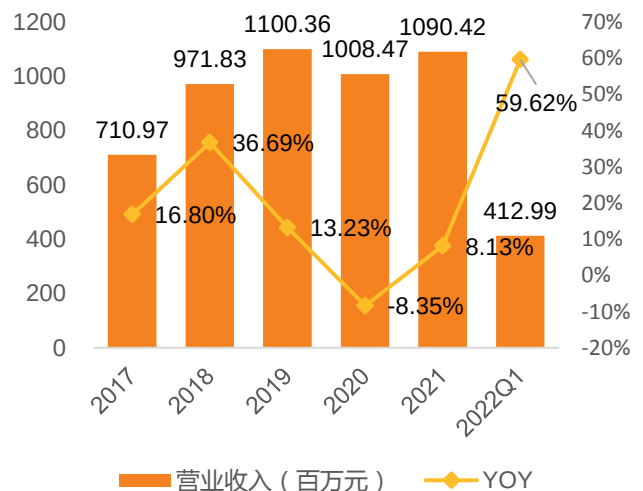
分地区来看, 公司海外业务收入占比更高, 主要系公司主要客户为国外日化企业所致。2019 年以来境内销售占比呈现提升趋势, 从 2019 年至 2021 年, 公司境内占比提升 8pct。

图 6: 海内外销售占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 营收及增速



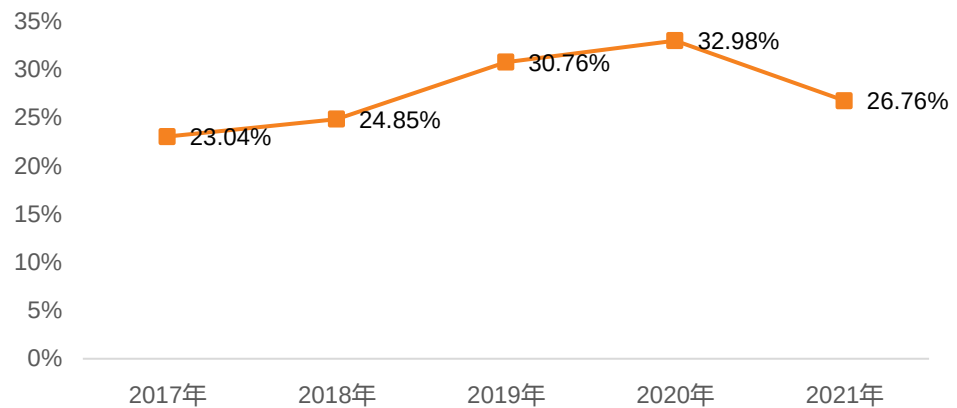
资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 1.3.2. 成本: 管控措施有效, 毛利率有所好转

随着公司行业地位的稳步提升以及产能利用率进一步提高和成本费用的有效管控, 公司

近年来综合毛利率逐年提升。2021 年内受原材料及海运费价格上涨所致，毛利率有所下滑。根据公司发布的相关公告，公司通过提价的方式转嫁成本，整体毛利率有望好转。

图 8：公司历年毛利率（%）



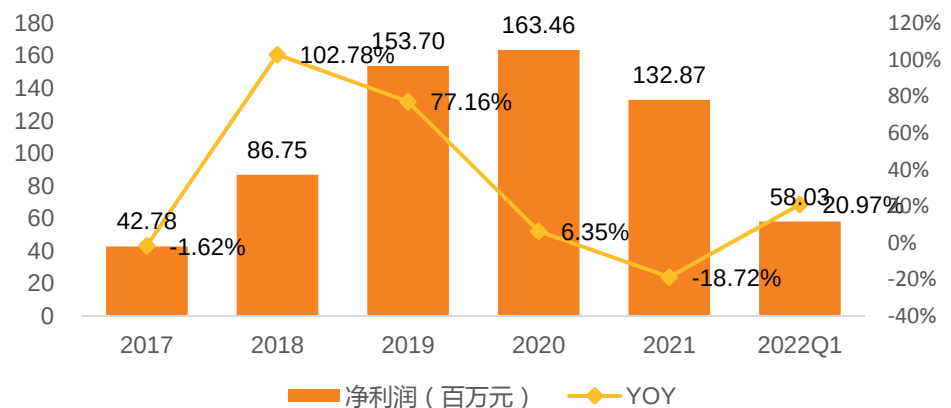
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3.3. 净利润：21 年短期承压，22 年盈利能力已逐步修复

公司净利润稳定增长，已从 2021 疫情影响中逐步恢复。公司净利润从 2017 年的 0.43 亿元增长至 2020 年的 1.63 亿元，CAGR 超过 50%。2021 年受新冠疫情影响，原材料与运费上涨较多，公司净利润同比增速有所下滑。随着公司产能释放以及产品的提价，2022Q1 公司净利润同比增长 20.97%，盈利能力已逐步恢复。

公司的主要原材料均为化工原料，整体价格与原油价格走势相关性较强。从 2020 年开始公司上游原材料价格上涨幅度较大，但公司毛利率水平在逐步抬升，显示出公司有较强的成本管控能力。2021 年以来公司利润受到疫情反复、原材料上涨以及海运费上涨等因素拖累出现了低点。随着这些因素的缓解以及公司较强的产品定价权，目前公司已进入新一轮涨价通道，新签订单价格提升，预计从 22 年，公司业绩有望快速实现修复。

图 9：净利润及增速（百万元，%）



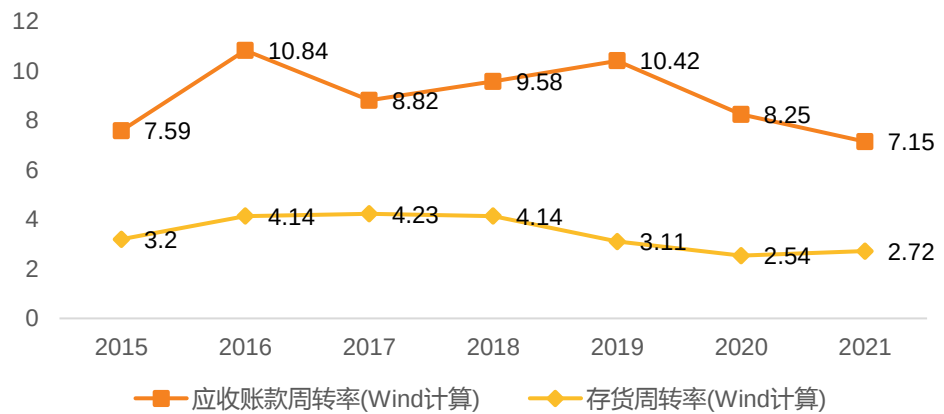
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3.4. 营运指标：20 年以来有所弱化，但总体保持稳定

公司的存货周转率、应收账款周转率保持稳定。2020 年以来受疫情影响，应收账款周转率与存货周转率速度有所弱化，但总体保持稳定。应收账款方面：公司给予主要客户的信用政策为 30 天至 120 天付款，给予第一大客户帝斯曼的信用政策为发货后 90 天付款。同时在结算上都采用供应链融资的方式回款，因此整体应收账款率保持较为稳定的状态。



图 10：存货周转率，应收账款周转率

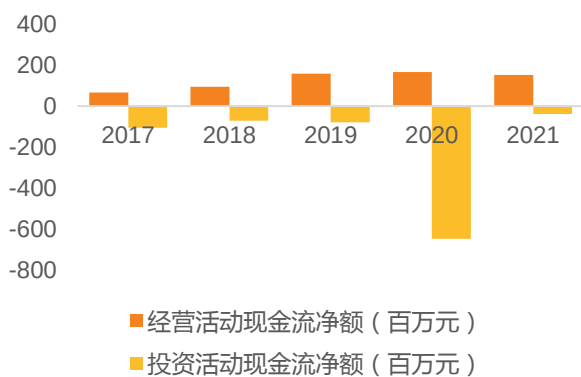


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3.5. 现金：经营性现金流保持稳定，货币资金充足

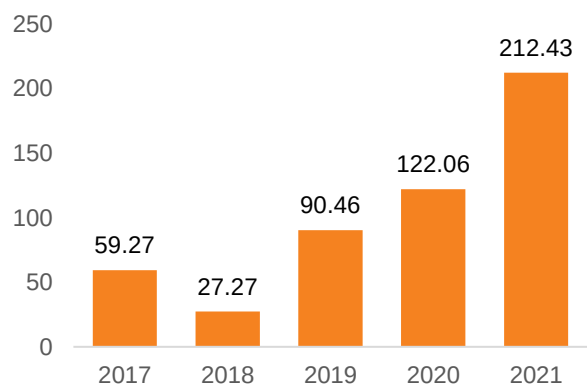
公司经营性活动现金流较为稳定，投资性活动现金流有较大波动。2020 年投资活动现金流金额波动原因是公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产以及投资支付的现金急剧增加，造成投资活动现金流出较大。公司货币资金比较充裕，2018-2021 分别为 0.27、0.9、1.22 和 2.12 亿元。

图 11：公司经营活动和投资活动现金流（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：公司货币资金（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.4. 股权结构：集中度高，核心员工通过员工持股平台与公司深度绑定

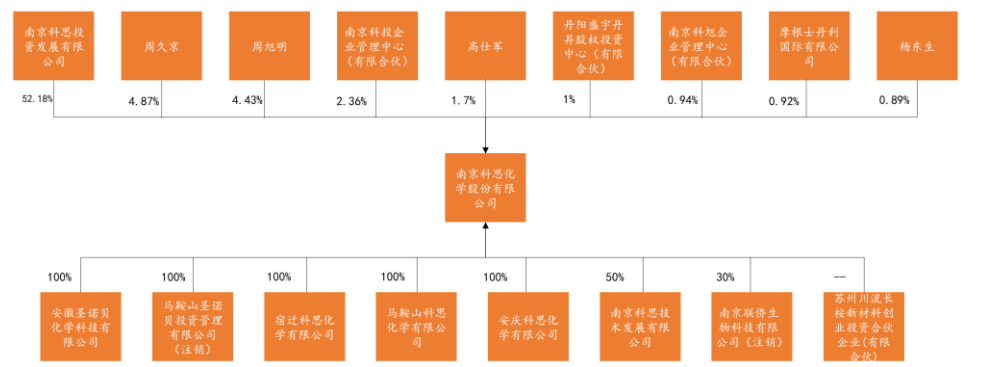
1) **股权集中度高，稳定性强**：公司的实际控制人为周久京、周旭明父子，截至 2022 年一季报，合计持有公司 61.48%的股权，股权较为集中，实控人把控力度强。其中周旭明直接持股 4.43%，通过全资持有南京科思投资发展间接持股 52.18%，周久京直接持股 4.87%。

2) **股权激励绑定核心员工，激励制度完善**：南京科投、南京科旭系公司对员工实施股权激励的持股平台，合计持有公司 3.3%的股权，覆盖人员主要分布在各大子公司的核心岗位，激励制度完善。

3) **下设多家子公司，布局清晰**：公司下设多家子公司，其中子公司安徽圣诺贝主要从事防晒剂的生产和销售业务、宿迁科思主要从事合成香料、防晒剂的生产和销售、马鞍山科思是公司 2017 年设立的生产基地，主要从事防晒剂以及合成香料的生产和销售，科思香港主要负责公司产品的销售业务。2021 年 12 月，公司注册设立子公司南京科思技术发

展有限公司，公司和科思香港分别持股 50%。

图 13：公司股权结构（截至 2022 年一季报）



### 1.5. 管理层：行业经验丰富，赋能企业管理

公司核心管理层均有多年的行业从业经验，赋能企业健康稳定发展。公司董事长周旭明为化工专业出身，有丰富的专业背景和大公司从业经验。公司副总裁杨东生为周旭明姐夫，历任公司旗下各大子公司的管理人员，管理经验丰富。

表 1：公司管理层

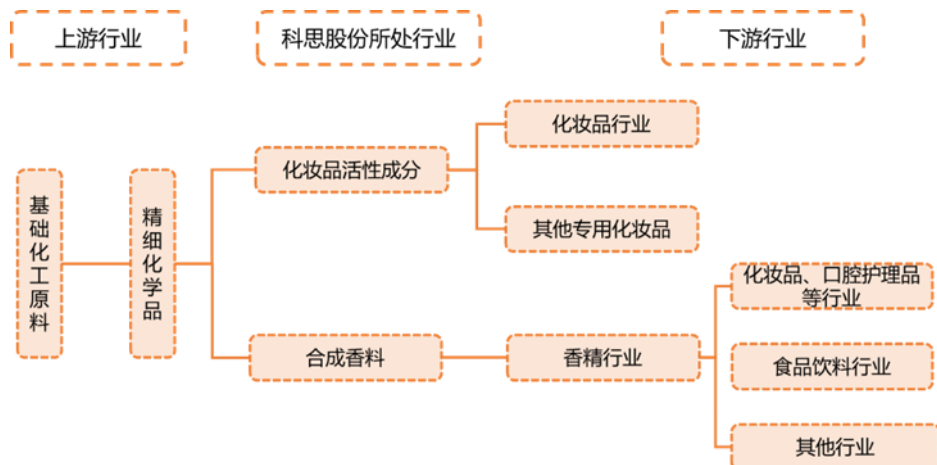
| 姓名  | 职务            | 简介                                                                          |
|-----|---------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 杨军  | 董事、总裁         | 杨军具有化学专业背景，曾就职于中国石化，2003 年加入公司后一直从事营销管理工作，有着丰富的行业经验。                        |
| 杨东生 | 董事、副总裁        | 杨东生 2000 年加入公司，历任公司旗下子公司高级管理人员，有 20 多年的行业从业经验和公司管理经验。                       |
| 葛建军 | 总裁助理、产品发展部总监  | 葛建军有 10 多年生物医药行业生产管理工作经验，2003 年加入公司，先后在南京科圣、宿迁杰科、宿迁科思从事管理工作。                |
| 刘启发 | 研发中心副总监兼高级工程师 | 刘启发先后在西南合成制药、五粮液普什集团研发中心工作，2007 年加入公司，有着多年的化学品研发经验，目前主要负责公司防晒剂产品的研发和技术支持工作。 |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2. 行业分析：防晒剂市场高增，香精香料稳步发展

公司所属行业是精细化工行业，与下游化妆品及香料香精行业发展息息相关。精细化学品门类众多，最终应用领域范围广阔，领域内不同产品的行业概况也各自有所区别。公司主要产品为化妆品活性成分及其原料、合成香料，主要应用于日化用品、香精等行业中。

图 14：公司所处行业上下游



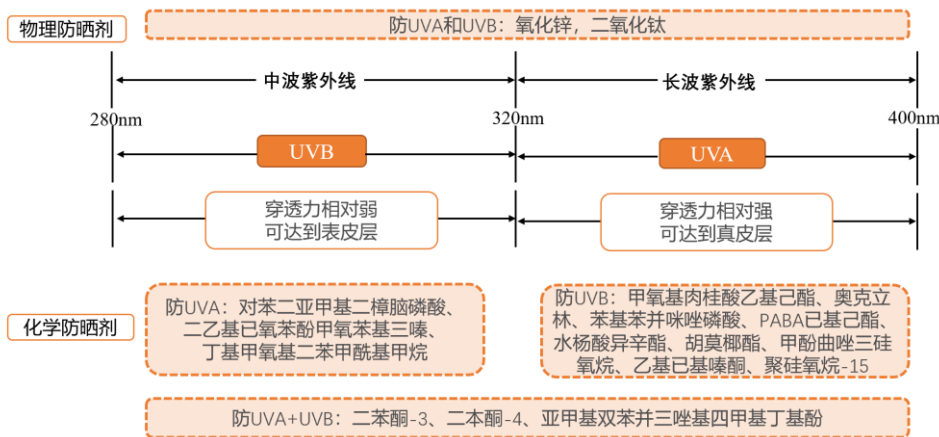
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.1. 化妆品活性成分：具备较严监管，下游市场需求推动防晒品类高增

### 2.1.1. 基础概念：特殊用途化妆品，具备较严监管

防晒剂作用为预防紫外线损害肌肤。根据防晒剂的基本原理，可以将防晒剂分为物理防晒剂和化学防晒剂，物理防晒剂是利用紫外线的反射或者折射而实现的，目前只有氧化锌和二氧化钛两种；化学防晒剂具有吸收紫外线的功能，目前已有 25 个国家批准的防晒剂产品；物理防晒剂具有很高的安全性，但是会粘在肌肤上，容易堵塞毛孔，使用化学防晒剂可以更好地防晒，但可能会对皮肤造成更多的伤害，比如对皮肤造成的过敏。根据防晒剂产品作用的波长，一些防晒剂例如二苯酮-3 可以同时防止 UVA 和 UVB 对皮肤的伤害，但一些防晒剂只能单一防止 UVA 或 UVB 对皮肤的伤害，所以需要灵活的组合来覆盖全段波长。

图 15：国内常见防晒剂分类

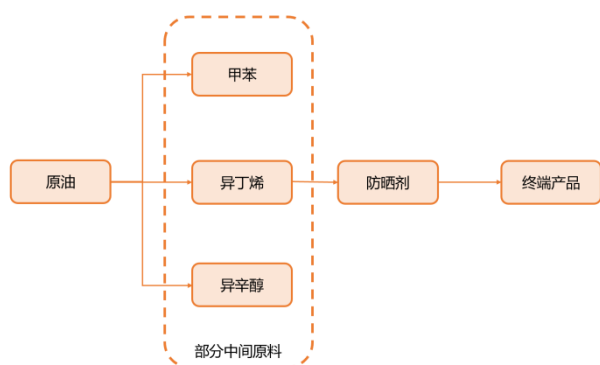


资料来源：华经产业研究院，招股说明书，天风证券研究所

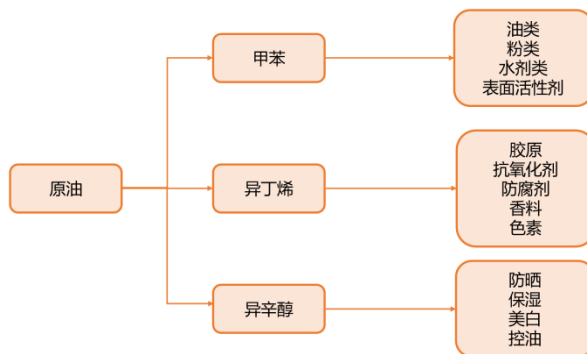
防晒剂是一种特殊的化妆品中的活性成份，由原油经过化学反应加工而成。防晒产品是一种具有特殊用途的化妆品，需要国家药监局的批准才能进入市场。目前市面上大部分的化学防晒剂是从原油中提取出甲苯、异丁烯等中间产物，再经过一系列的化学合成工艺，添加到各种防晒霜、喷雾等防晒霜中。所以，防晒产品的成本和上游的原油等的价格有着密切的联系。

图 16：防晒剂产业链

图 17：化妆品基本原料



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

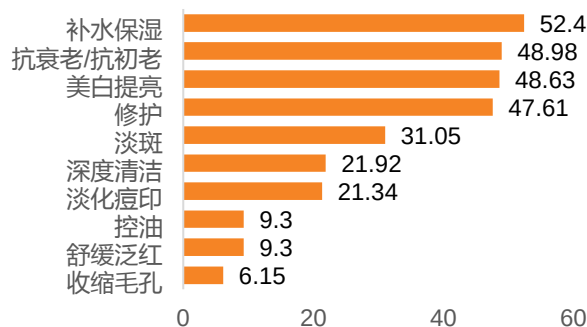


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 驱动力：美白抗衰成为消费者重要需求，防晒应用精细化提高

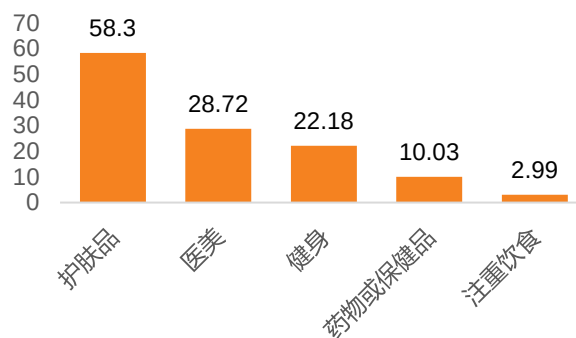
1) 美白抗衰需求快速增长，护肤抗衰成为公众首要选择。根据微热点研究院 21 年 1 月 -7 月统计数据，美白抗衰成为除基础保湿护肤以外消费者最关注的功能性护肤需求。从抗衰途径热度指标来看，护肤品以 58.3 的热度指数成为公众抗衰老的首选，期望通过日常护肤来实现减缓肌肤衰老、维持肌肤活性的目的。防晒产品对美白抗衰起到重要作用，紫外线的直接照射会使皮肤变黑，老化，甚至受到一定的损害。从需求端看，随着人们对护肤、化妆、保养的认识和事前防范意识的提高，越来越多的人对防晒品的日常使用越来越重视，防晒产品市场有望进一步打开。

图 18：抗衰美白成为除补水保湿外消费者最关注的护肤功效



资料来源：微热点研究院，新浪财经，天风证券研究所

图 19：护肤品成为公众抗击衰老的首要选择



资料来源：微热点研究院，新浪财经，天风证券研究所

2) 防晒需求从仅面部到全身，防晒应用精细化提高。防护概念也已经从面部的保护发展到对暴露于日光的人体其他部位的保护，尤其是涉及更多的精细部位如头发、唇部、眼部等也需要进行专业的防晒产品。未来防晒产品应用精细化提高、范围拓展也会增加市场需求，为行业带来新的增长曲线。

图 20：具有防晒功能的唇膏、眼霜、面霜产品



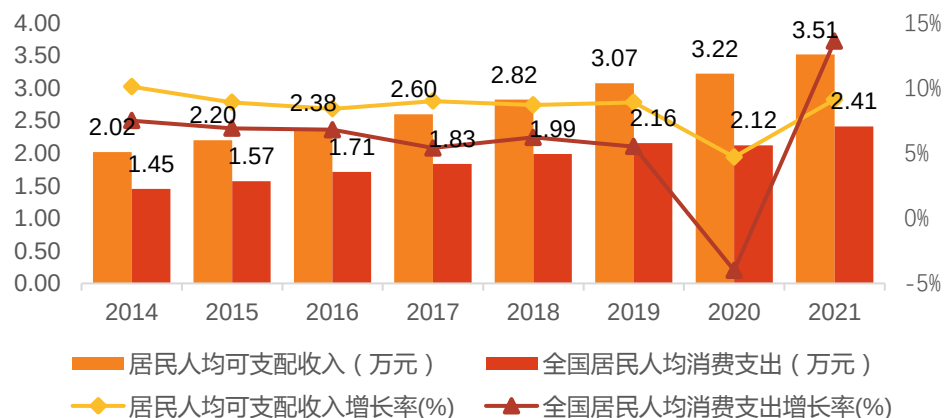
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 2.1.3. 市场规模：下游需求旺盛，细分品类防晒剂需求高增

1) 下游化妆品市场快速扩张，驱动中上游行业发展。化妆品活性成分为化妆品产业链上游，其下游为化妆品制造业，下游行业的发展对化妆品活性成分及其原料行业具有较大的牵引和驱动作用，其旺盛的需求传导至中上游驱动行业发展。

人均消费提升，化妆品大市场规模快速扩张。近年来，我国宏观经济持续保持稳定发展态势，居民收入水平和整体消费能力快速增长，消费结构持续升级推动化妆品行业发展。根据国家统计局数据，2014-2021 年我国居民人均可支配收入从 2.02 万元增长至 2021 年的 3.51 万元，年均复合增长率达 8.25%；人均居民消费支出亦由 2014 年的 1.45 万元增长至 2021 年的 2.41 万元，年均复合增长率为 7.54%。

图 21：居民人均可支配收入与人均消费支出呈上升趋势

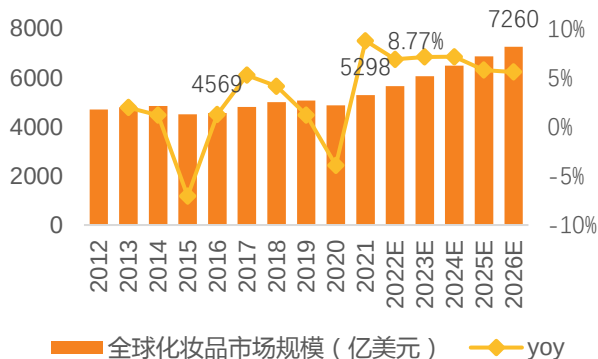


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

增速远超全球，消费者对美好事物的向往催生化妆品行业的长期需求。依托庞大的人口基数和日益增长的国民收入，我国化妆品市场规模 2010 年至 2021 年处于快速增长的过程中，增速远超全球化妆品市场规模增速。

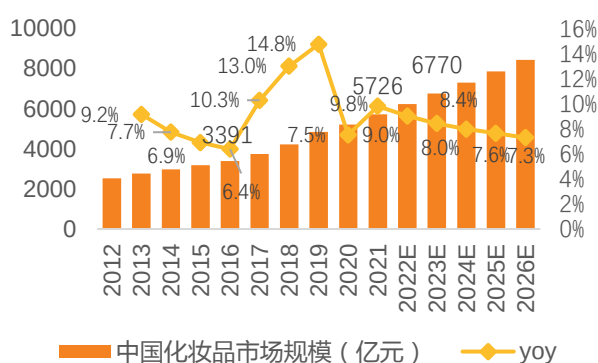
中国化妆品市场规模快速增长，化妆品逐渐成为刚需。2016-2021 年全球化妆品的消费规模从 4569 亿美元增长到了 5298 亿美元，复合增长率约为 3.0%，规模体量快速增长。2016-2021 年我国整体化妆品市场规模从 3391 亿元增长至 5726 亿元，欧睿国际预计未来几年增长率保持在 8%以上，2023 年市场规模将达 6770 亿元。

图 22：全球化妆品市场规模（亿美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

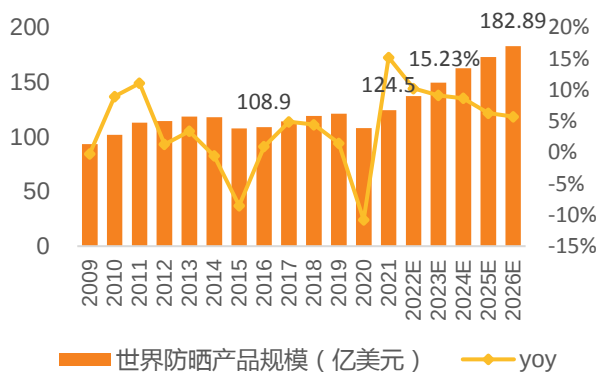
图 23：中国化妆品市场规模（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

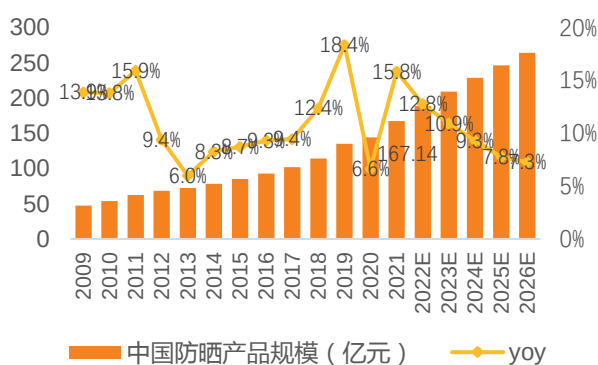
2) 国际防晒品类增速高于化妆品大市场，国内防晒增速高于全球。防晒产品正成为高端化妆品市场增速最快的品类，2016-2021 全球防晒剂规模从 108.9 亿美元增长至 124.5 亿美元，CAGR 达 2.7%，2021 年国际防晒品增速 15.23%，超越全球化妆品市场 8.77% 的增速。根据欧睿国际的数据，2021 年我国防晒用品市场规模为 167.14 亿元，同时其预计在 2024 年我国防晒用品市场规模达到 229 亿元人民币。2021 起未来 3 年 CAGR 将保持在 11% 左右的高增速水平，远超全球。

图 24：世界防晒产品市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 25：中国防晒产品市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

#### 2.1.4. 竞争格局：化妆品活性成分市场集中度较低，科思防晒剂市占率保持高位

##### 1) 化妆品活性成分市场：产品种类繁多，整体集中度不高

化妆品活性成分种类繁多，不同用途的活性成分生产技术差异较大，整体集中度不高。从国内来看，以产品单一、生产批量较小的小型化工企业为主，主要面向国内低端化妆品生产企业。近年来，随着研发水平提升、生产经验积累，部分优秀的国内化妆品活性成分企业开始凭借稳定的质量和更低的价格进入到国际化妆品企业的采购体系，带动了国内相关行业的发展。国际端，化妆品活性成分公司主要供应国际化妆品企业和国内高端化妆品生产企业，市场占有率较高。

##### 2) 防晒剂市场：下游市场集中度高，科思市占率保持高位

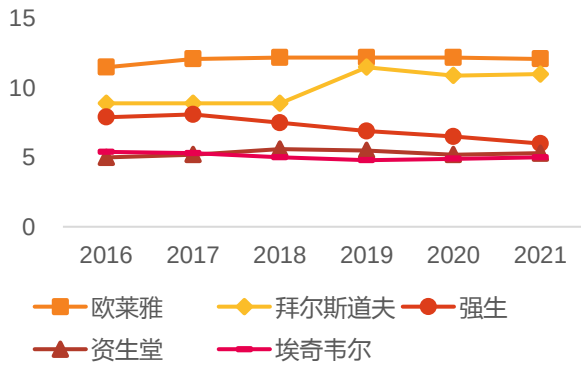
国际下游防晒剂客户集中度较高且趋于稳定。欧睿国际数据显示，2021 年全球五大防晒产品的市场占有率为 39.4%，比 16 年提高 0.7pct，总体上品牌集中度高，格局稳定；欧莱雅为第一大品牌商集团，旗下卡尼尔，理肤泉，巴黎欧莱雅品牌，排名前十；其次为拜尔斯道夫，强生为第三大品牌。总体来说，全球厂商的品牌集团结构稳定，为上游的



高品质原材料供应商提供了一个稳固的合作环境。

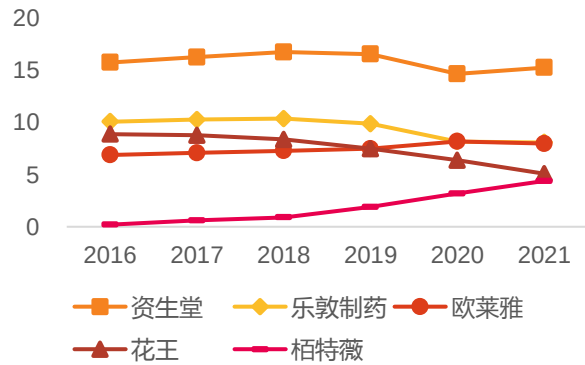
中国防晒剂客户具有很强的品牌集中性，国产产品的市场占有率也在不断提高。欧睿国际数据显示，中国市场前五大防晒产品在 2021 年的市场占有率为 40.9%，与 16 年相比变化不大，总体上，各大品牌集团的集中度和龙头企业格局较为平稳。排名前五的品牌都是国外品牌，包括日本资生堂、花王、乐敦、欧莱雅、泰国的栢特薇，这些品牌在产品创新和营销投入上都有长足的进步。国内防晒业新锐不断涌现，上游的优质龙头厂商可以利用产品等优势抓住优质客户，开拓新的市场。

图 26：2021 年全球防晒产品市场品牌集团竞争格局情况 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 27：2021 年中国防晒产品市场品牌集团竞争格局情况 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

科思股份与众多优质客户长期合作，市占率近 30%。根据欧睿国际预计，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%，则公司预计 2019 年防晒剂产品市场份额达 27.88%。

表 2：科思股份市占率

| 年度   | 销量 (吨)   | 全球消耗量 (吨) | 市场份额   |
|------|----------|-----------|--------|
| 2017 | 9449.05  | 45760     | 20.65% |
| 2018 | 12214.19 | 47590.4   | 25.67% |
| 2019 | 13799.14 | 49494.02  | 27.88% |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注 1：上表中统计的公司报告期内各年度防晒剂销量系为提出防晒剂原料后的销量

注 2：全球市场消耗量与全球市场销售量可能存在一定偏差，导致公司产品市场份额的计算可能存在偏差

表 3：公司防晒领域主要竞争对手情况

| 名称  | 简要情况                           | 主要竞争产品      |
|-----|--------------------------------|-------------|
| 巴斯夫 | 成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一，世界 500 | 对甲氧基肉桂酸异辛酯; |

|                |                                                                                                      |                             |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
|                | 强企业，18 年收入 627 亿欧元                                                                                   | 奥克立林、双乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪          |
| 德之馨            | 于 2003 年由 Haarmann & Reimer 和 Dragoco 两家公司合丹，历史最早可追溯至 1874 年。拥有香精香料，营养品、个人护理三大业务板块，2018 年收入超过 31 亿欧元 | 原膜散酯、奥克士林，阿伏苯宗、水杨酸异辛酯       |
| 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，领先精细化工企业                                                              | 原膜散酯，对甲氧基肉桂酸异辛酯，阿伏苯宗，水杨酸异辛酯 |
| 美丰化工           | 前身为铁山区赤东化工厂，创建于 1993 年，是一家专业生产紫外吸收剂系列产品及药物中间体的生产厂商                                                   | 奥克士林，阿伏苯宗                   |

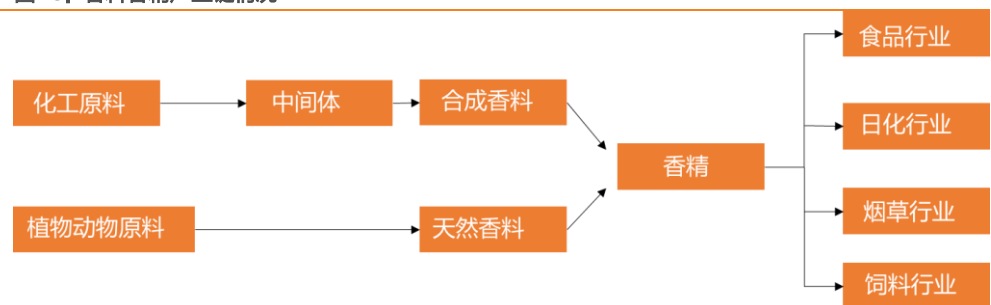
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 香料香精市场: 市场集中度高，规模稳步增长

### 2.2.1. 基础概念：含香天然物质提取成分，下游应用广泛

香料香精下游应用广泛，涉及食品、日化、烟草等多个行业。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。按原料的不同，可以把它们划分为合成香料和天然香料。在食品、日化、烟草、饲料等行业中，香精行业在下游有着广阔的应用前景。

图 28：香料香精产业链情况



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

### 2.2.2. 驱动力：生产端全球产能转移，助推国内市场规模增长

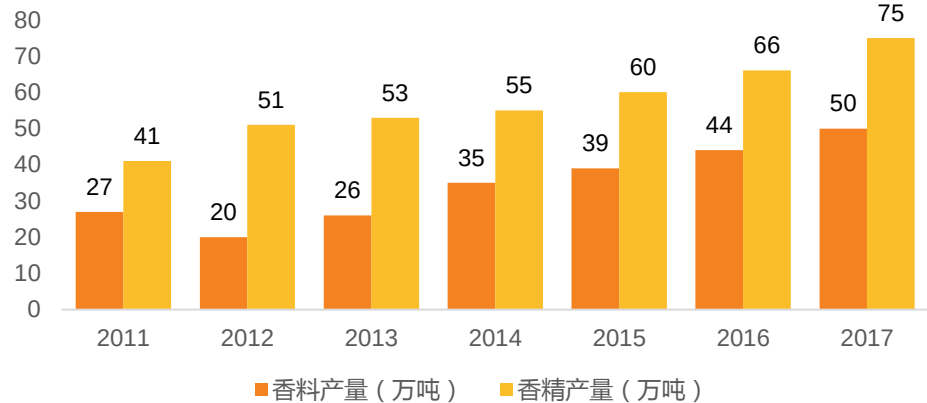
香料香精生产向发展中国家转移，助推国内香料香精上游市场规模的增长。基于中国香料产业得天独厚的资源优势和相对较低的用工成本，以奇华顿、德之馨、芬美意为代表的国际巨头近年来出于市场对接、成本节约等因素考虑，纷纷在中国加码产能布局，投资建厂，国内香精香料行业市场规模有望进一步提高。

图 29：龙头香精香料公司加码中国产能布局

| 年份     | 公司  | 布局情况                                                            |
|--------|-----|-----------------------------------------------------------------|
| 2017 年 | 奇华顿 | 在江苏常州设立奇华顿全球最大工厂，该厂香精香料年产能 38000 吨，投资金额高达 1 亿瑞士法郎(约合人民币 7.3 亿元) |
| 2018 年 | 德之馨 | 投资约一亿美元的南通香精香料生产基地正式封顶                                          |
| 2019 年 | 芬美意 | 在江苏张家港正式启用其全球最大食用香精制造厂                                          |
|        | 奇华顿 | 7 月并购位于广州的德乐满创香中心和生产工厂;年底宣布扩建其位于江苏南通的食用香精工厂                     |
| 2020 年 | 奇华顿 | 10 月，江苏常州最大工厂开工                                                 |

资料来源：头豹研究院，中国洗涤用品工业协会，天风证券研究所

图 30：中国香精香料行业细分产量

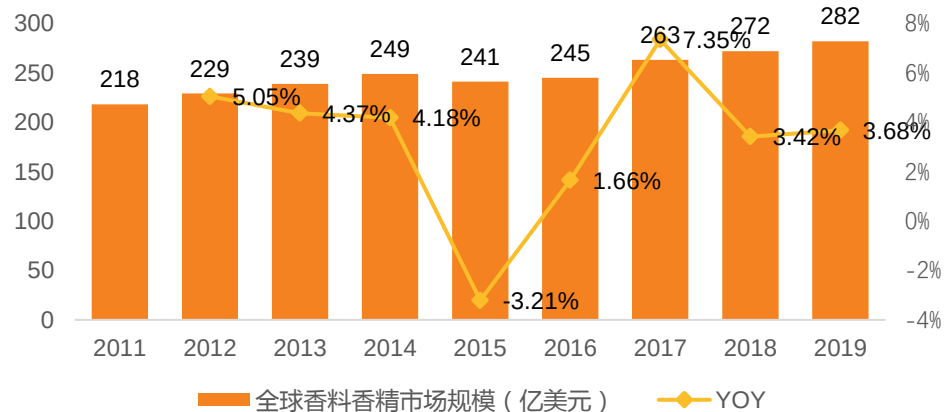


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.2.3. 市场规模：全球与国内均稳步提升

**重要原料配套产业，与人民生活密切相关。**香料香精行业是国民经济中食品、日化、烟草、医药、饲料等行业的重要原料配套产业，与人民生活水平的提高、下游行业的发展密切相关，是现代社会人类高质量生活不可或缺的重要原料。根据 Leffingwell&Associates 的预测，到 2024 年全球香料市场规模将达到 327 亿美元。

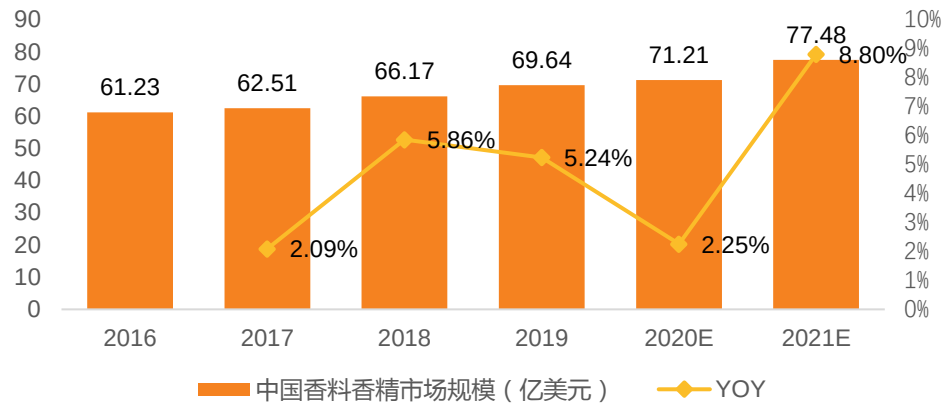
图 31：全球香精香料市场规模



资料来源：Leffingwell，前瞻产业研究院，天风证券研究所

我国香料香精市场得益于国民收入的提高和国际香料香精巨头的投资布局，市场规模保持稳定增长。根据中商情报网的预测，2021 年国内香料香精市场规模有望达到 77.48 亿元人民币。

图 32：中国香精香料市场规模

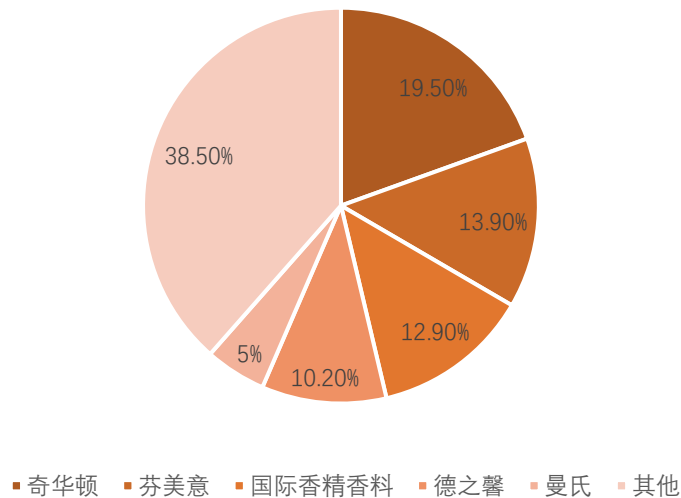


资料来源：中商情报网，天风证券研究所

#### 2.2.4. 竞争格局：市场份额高度集中全球 CR10，科思股份细分领域竞争力强

**市场份额高度集中，竞争格局稳定。**从销售额来看，全球香料香精市场主要集中在全球前十大公司，主要分布在欧洲、美国及日本。香料香精市场对技术和投入要求较高，我们预计未来市场竞争格局较为稳定。目前，世界前五大香料香精公司分别为奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏，自 2016 年以来合计销售额占全球销售额比超过 50%，并且于 2017 年占比进一步扩大，能够进入这些企业的供应商有望获得更好的发展壮大机会。

图 33：2017 年全球香料香精企业市场份额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**科思股份在特定产品领域拥有一定份额，直面国际厂家竞争。**合成香料领域，公司是国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，之后又投产了合成茴脑、扩产并技术升级铃兰醛等产品，产品具备较强的市场竞争力，与众多国际知名香料香精公司建立了业务合作关系。特别是铃兰醛产品，目前全球能够进行大规模生产的制造商仅有巴斯夫、克拉玛（Emerald Kalama）和科思股份三家。并且通过持续的研发投入攻克技术难题、改进生产工艺等，产品品质 and 价格受到市场高度认可。公司在香精香料领域的全球竞争对手主要有巴斯夫、克拉玛、森馨科技、万香国际和菏泽远东强亚新材料。科思股份产品例如铃兰醛产品在国际市场上的市场份额连年提升，在国内市场更是具有明显的优势。

图 34：公司香料香精领域全球竞争对手情况

| 名称        | 简要情况                                                                     | 竞争产品              |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| 巴斯夫       | 成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一，世界 500 强企业                                       | 铃兰醛               |
| 克拉玛       | 美国一家全球性的化工企业，主要产品包括防腐剂、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等                  | 铃兰醛               |
| 森馨科技      | 成立于 1882 年，主要生产新型、高科技色素和香精香料产品，年销售额超过十亿美元，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                |
| 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；拥有全球销售网络，成为奇华顿、芬美意、高砂、宝洁、联合利华等供应商              | 茴脑                |
| 菏泽远东强亚新材料 | 成立于 2012 年，国内领先化工企业，生产叔丁基甲苯(PTBT)、对叔丁基苯甲酸(PTBBA)、对叔丁基苯甲酸甲酯(MPTBBA)等产品    | 对叔丁基苯甲酸、对叔丁基苯甲酸甲酯 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 公司竞争优势：深度绑定客户，持续研发创新与技术升级

#### 3.1. 客户优势：长期合作知名国际下游客户，共研共创增加大客户绑定深度

##### 3.1.1. 供应商筛选体系严格，合作建立可形成长期绑定

化妆品活性成分、合成香料等日用化学品与下游产品的功能性和安全性强相关，因此下游客户对于供应商的筛选是个长期的过程。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，更换供应商的转换成本高且周期长，因此稳定的合作关系符合供需双方的利益。新的供应商提供的产品，需要经过客户小批量、长时间的测试，确保始终拥有稳定的质量、大批量的供应能力和完善的售后服务后，才能够正式进入客户的供应商名单。

图 35：下游客户对化妆品原料供应商审核严格



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

##### 3.1.2. 公司优质客户合作稳定，前五大客户占比高，合作共创增加粘性

###### 1) 已搭建优质客户群体，长期合作稳定

优质的客户群体为公司未来的发展奠定了坚实的基础。公司下游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。除帝斯曼外，化学防晒剂领域，公司积累了拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克等客户，合成香料领域，积累了奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等客户。

深度的企业间合作保证公司的业务发展方向具有前瞻性。同时，公司实现与行业内知名企业的协同、合作，深度优化整合市场资源和技术优势，保证公司准确把握日用化学品原料领域的技术趋势与商业需求，保证公司业务发展方向的前瞻性与准确性。

从时间维度上看，截止 2022 年初，公司头部直销客户与公司合作时间较长，其中德之馨、

奇华顿、芬美意等公司合作超过十年。其中帝斯曼 2015 年与公司签订协议并建立业务关系、德之馨由公司 2006 年通过展会和电子邮件等方式建立业务往来、亚什兰由公司 2013 年通过展会和后续的邮件联系逐步建立客户关系，上述客户自建立合作关系以来，合作关系保持稳定。

图 36：与知名公司初次合作

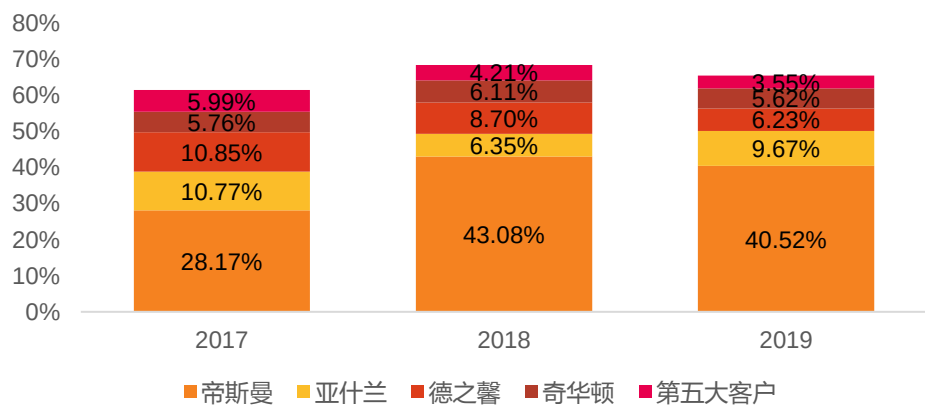
| 客户名称<br>国家              | 奇华顿<br>(Givaudan)<br>瑞士 | 芬美意<br>瑞士        | 德之馨(Symrise)<br>德国 | 上海禾稼<br>贸易有限公司<br>中国 | 亚什兰<br>(Ashland)<br>美国 | SunCel<br>-      | 强生<br>美国         | 欧莱雅<br>法国        | 帝斯曼(DSM)<br>荷兰     | 拜耳斯道<br>夫<br>德国  |
|-------------------------|-------------------------|------------------|--------------------|----------------------|------------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|------------------|
| 初次合作                    | 2003年                   | 2005年            | 2006年              | 2011年                | 2013年                  |                  |                  | 2014年            | 2015年              | 2016年            |
| 销售金额<br>销售占比<br>(2019年) | 6183.07<br>5.62%        | 3206.47<br>2.91% | 6850.86<br>6.23%   | 3908.73<br>3.55%     | 10639.32<br>9.67%      | 3787.77<br>3.44% | 2493.81<br>2.27% | 2388.64<br>2.17% | 44585.92<br>40.52% | 3843.55<br>3.49% |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：销售额单位万元

从营收占比上看，前 5 大客户销售占比稳定，客户认可度高。2020、2021 年全年前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例分别为 62.33%、57.08%，头部客户对公司产品服务认可程度高，保持稳定订单；帝斯曼、德之馨、亚什兰位居前三，17-19 年收入占比超过 50%。

图 37：前五大客户销售占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

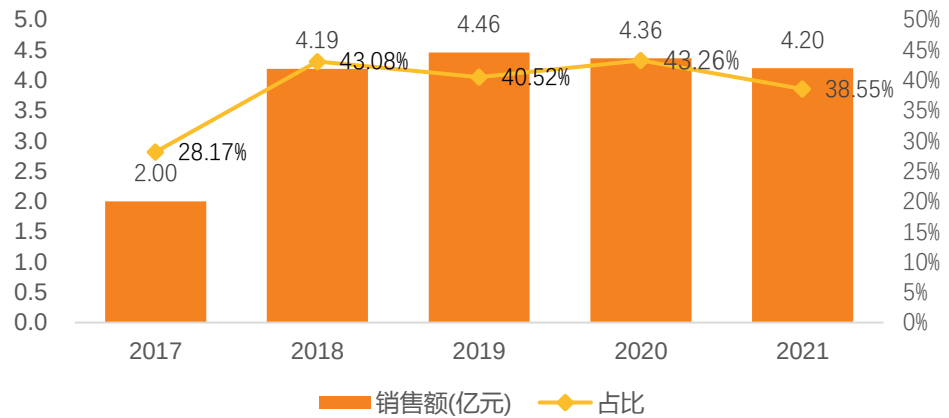
## 2) 依托过硬原料品质，与大客户帝斯曼合作共创，增强粘性

公司以过硬质量保证长期稳定合作关系，并且通过产品共研、品类拓宽等合作方式绑定客户。例如与帝斯曼合作开发 P-S、P-M 产品，2017-2021 年帝斯曼采购金额由 2 亿元增加至 4.2 亿元。

公司与第一大客户帝斯曼合作深度逐步增强，彰显公司绑定大客户的实力。2015 年初，公司凭借优质的生产和质量管理体系获得了国际精细化工巨头企业帝斯曼的青睐，开始深入商谈防晒剂产品购销事宜。2015 年，公司签订关于奥克立林、原膜散酯、阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯和水杨酸异辛酯 5 个防晒剂产品的《采购协议》，达成长期合作关系，产品品质得到认可合作逐步加深，帝斯曼采购量逐渐加大。此外，尽管帝斯曼收入占比较高，但供货价格与其他客户相比优惠力度可控。公司还与帝斯曼签订了关于阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克立林、水杨酸异辛酯、原膜散酯等 5 个防晒剂产品有关于最低采购量及价格优惠的约定，彰显了公司与大客户的良好的合作关系。

图 38：公司对帝斯曼的销售额及占比





资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

### 3) 帝斯曼：合作共创，独家供应 P-S、P-M 产品

**公司与帝斯曼合作共创，绑定大客户实力。**2015 年开始与帝斯曼合作研究纳米研磨技术及格氏反应技术，并于 2016 年将取得的研究成果用于 P-S、P-M 产品。P-S、P-M 是新型广谱紫外线吸收剂，均能同时吸收 UVA 和 UVB，P-S 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，具有强紫外线吸收性和高耐热性，P-M 则兼具物理性屏蔽和化学吸收功能。

签订的《采购协议》并在其中规定，2017-2023 年帝斯曼对 P-S、P-M 产品的最低采购量以及独家采购、供应义务自动延续条款。2017 年因试生产期间产能尚未完全释放收入占比较低，2018 年和 2019 年公司合作研发的非专利技术相关产品销售收入占比均在 10% 左右，对公司生产经营贡献增强。2017-2021 年帝斯曼采购金额由 2 亿元增加至 4.2 亿元。

#### 合作研发的非专利技术

- 纳米研磨技术，主要应用于 P-M 产品，公司于 2015 年 12 月开始与 DSMNutritionalProductsAG 合作研究纳米研磨技术，并于 2016 年 12 月将取得的研究成果用于新型防晒剂产品 P-M 的生产。
- 格氏反应技术，主要应用于 P-S 产品，公司于 2015 年下半年开始与 DSMNutritionalProductsAG 合作研究格氏反应技术，并于 2016 年 12 月将取得的研究成果用于新型防晒剂产品 P-S 的生产。

## 3.2. 研发优势：前沿技术研发，研发投入加大，认证资质完善

### 3.2.1. 深入开发大量前沿技术及特色生产工艺，具备大量核心专利和研发项目

**深入独立开发前沿技术，积累大量核心技术和特色生产工艺。**实行“前沿技术研究、在研产品开发、在产持续优化”的产品研发策略，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，促进降低产品单耗、提高产品品质。截至 2021 年底形成了 140 余项专利技术（其中包括 28 项产品发明专利），2021 年新增专利申请 14 项，获得专利授权 23 项（其中发明专利 6 项）。从主要研发项目看，新型防晒剂二乙氨基苯甲酸酯（PA）已开发完成并已启动工业化项目建设、防晒剂 NT-15TV 项目已开发完成、合成香料 M 及其衍生品项目主要技术路线已打通、个人护理品类增稠剂和氨基酸表面活性剂项目已开发完成。随着公司逐步进行产品和品类的拓展有望切入更多优质客群，形成客户和供应链的更多协同，从长期看有望通过赛道拓宽打开增长空间。

表 4：现有的核心专利技术+储备的研发技术

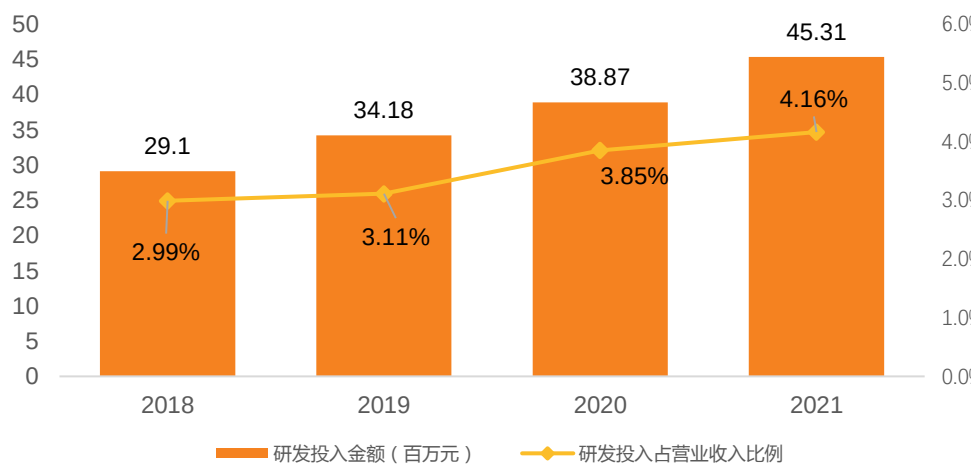
| 序号 | 核心技术名称                 | 技术来源 | 主要应用产品                             | 与专利和非专利技术<br>的对应关系 | 技术所处阶段 |
|----|------------------------|------|------------------------------------|--------------------|--------|
| 1  | 高选择性加氢技术               | 自主研发 | 铃兰醛、异佛尔醇（中间品）                      | 专利技术               | 大批量生产  |
| 2  | 绿色氧化反应技术               | 自主研发 | 对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛            | 专利技术               | 大批量生产  |
| 3  | Friedel-Crafts 烷基化反应技术 | 自主研发 | 对叔丁基甲苯                             | 专利技术               | 大批量生产  |
| 4  | Friedel-Crafts 酰基化反应技术 | 自主研发 | 2-萘乙酮、对甲氧基苯乙酮、合成茴脑、对甲基苯乙酮、对异丙基苯乙酮  | 非专利技术              | 大批量生产  |
| 5  | 亚甲基缩合反应技术              | 自主研发 | 阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲基苯甲烯基樟脑、依托立林 | 专利技术               | 大批量生产  |
| 6  | 醚化反应技术                 | 自主研发 | 双-乙基己氧苯酚甲氧基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛      | 非专利技术              | 大批量生产  |
| 7  | 酯化反应技术                 | 自主研发 | 对叔丁基苯甲酸甲酯                          | 专利技术               | 大批量生产  |
| 8  | MPV 化学还原技术             | 自主研发 | 合成茴脑                               | 非专利技术              | 大批量生产  |
| 9  | 纳米研磨技术                 | 合作研发 | P-M                                | 非专利技术              | 批量生产   |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2.2. 持续加大研发投入，构建自身壁垒

研发人员数量持续增加，研发费用不断增长。截至 2022 年 1 月，研发人员从 2018 年的 135 人大幅增长到 2021 年的 188 人。同期研发投入也在持续增加助力产品研发与优化，提升公司壁垒。2017-2021 年，公司研发费用率从 2.9% 提升至 4.2%。研发费用支出从 17 年的 20.70 百万元增长至 20 年的 38.87 百万元，CAGR23.37%，2021 年全年研发投入占营业收入比例 4.16%。

图 39：公司历年研发投入递增



资料来源：招股说明书，2021 年报，天风证券研究所

表 5：研发人员占比、研发投入

|           | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 研发人员数量（人） | 135    | 148    | 164    | 188    |
| 研发人员数量占比  | 14.18% | 15.42% | 16.82% | 18.87% |

|             |          |          |       |       |
|-------------|----------|----------|-------|-------|
| 研发投入金额（百万元） | 29.10    | 34.18    | 38.87 | 45.31 |
| 研发投入占营业收入比例 | 2.99%    | 3.11%    | 3.85% | 4.16% |
| 研发人员薪资      | 7,892.52 | 9,095.28 | -     | -     |
| 研发人员薪资变动率   | 17.35%   | 15.24%   | -     | -     |

资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

### 3.2.3. 认证资质完善，生产和质量管理体系持续升级，取得主要进口国相关认证

公司具备行业认可的生产管理体系、质量管理体系，接受实地考察，获得多项美国、欧盟认证资质。化妆品活性成分和香料香精产品能够对消费者身体健康产生直接影响，因此下游厂商对于供应商的筛选建立了严格的标准，形成了高标准、长时间的供应商认证体系。要求供应商除具备行业领先的技术、产品、服务以及稳定的量产能力外，还必须具备行业内认可的生产管理体系、质量管理体系，采购量较大的客户还会对供应商进行系统的实地考察。化妆品主要进口国存在贸易政策壁垒的国家或地区主要是欧盟和美国。公司在与诸多大型跨国公司长期合作过程中，生产和质量管理体系持续升级，已通过出口美国防晒剂产品的 FDA 现场审计、欧盟化妆品原料规范（EFfCI 认证）以及出口欧洲产品的 REACH 注册。

表 6：公司认证资质情况

| 认证名称              | 简介                                                                                                                                                                                                               | 公司获认证产品                                              |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 美国 FDA 认证         | FDA 是美国政府在卫生和人类服务部(DHHS)和公共卫生部(PHS)设立的执行机构之一。美国防晒化妆品作为非处方药物(OTC)归 FDA 监管，出口到美国的化妆品必须要进行美国规定的 FDA 认证，一般 FDA 认证周期为 10-50 个工作日。                                                                                     | 阿伏苯宗、奥克立林、水杨酸异辛酯、对甲氧基肉桂酸异辛酯、原膜散酯等                    |
| 欧盟 REACH 认证       | 《关于化学品注册、评估、授权和限制法规》（Registration,Evaluation,AuthorizationandRestrictionofChemicals）简称 REACH 认证于 2007 年 6 月 1 日正式生效。是欧洲国家联盟颁布实行的关于化学品注册评估和授权限制等方面的相关规定、要求，根据该法规规定，自 2018 年 6 月 1 日起，年进口量为 1 吨以上的未注册化学品不允许投放欧盟市场。 | 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、合成苗脑、2-茶乙酮等 |
| 欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) | 由包括巴斯夫在内的欧洲 100 多家化学和天然成分化妆品行业供应商和服务供应商成立的贸易协会，于 2000 年成立。                                                                                                                                                       |                                                      |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 产品优势：产品线丰富具有结构优势，核心技术升级具有成本优势

#### 3.3.1. 防晒产品：产品线丰富，新兴防晒剂前景佳

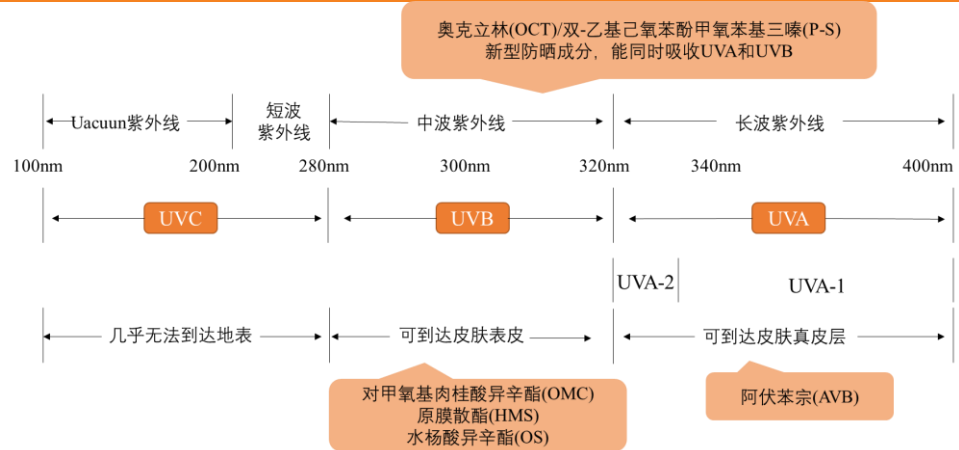
##### 1) 产品线丰富，覆盖主要防晒剂品类，涵盖 UVA、UVB 所有波段满足下游需求

公司以产品为主导，重研发，形成了丰富的产品线。公司防晒剂产品已覆盖市场主要化学防晒剂品类，且涵盖 UVA、UVB 所有波段，可满足下游客户多样化需求，建立稳定合作关系。

公司产品进入国际主流市场体系。公司的防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等大型跨国化妆品公司和专用化学品公司；合成香料主要客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名香

料香精公司和口腔护理品公司。

图 40：产品线丰富，防晒剂产品涵盖 UVA，UVB 全波段



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2) 2021 年以来，新型防晒剂陆续投产，产品应用前景极佳。两款新型防晒剂价格均较高，且具有极佳的应用前景，投产后将同时利于产品结构的优化和收入规模的提升。

**辛基三嗪酮 (EHT)：** 又称乙基己基三嗪酮，是近年来发展起来的一类新型广谱防晒剂，有较大的分子结构和很高的紫外线吸收效率，既可吸收 UVB 段紫外线，又可吸收 UVA 段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂，光稳定性强，可防止 UVB 诱导的免疫抑制作用，并且耐水性强，对皮肤角质蛋白有较好亲和力。公司年产 1000 吨的辛基三嗪酮新增产线已经于 2021 进入投产试生产阶段。添加辛基三嗪酮的防晒产品包括薇诺娜清透防晒乳、玉泽清爽倍护防晒乳等。

**二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯：** 一种新型化学防晒剂，是 UVA 紫外线吸收剂，具备优异的光化学稳定性和良好的配方灵活性，与其他油脂的复配性佳，可溶于各种化妆品油和溶剂。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。公司年产 2500 吨的二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯产线，根据 21 年报披露预计于 2022 年上半年竣工投产。添加二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯的产品包括安热沙小金瓶防晒霜、百雀羚美白防晒乳等。

**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，能显著增其 SPF 值。新增年产 500 吨防晒系列产品扩建项目，计划自 2022 年 5 月开工建设，预计至 2022 年 12 月竣工使用。

### 3.3.2. 香料产品：核心专利与成本优势加持，产品铃兰醛竞争力强

1) **铃兰醛具备大规模生产能力，竞争力较强。** 公司深耕香料香精行业二十余年，公司是国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，之后又投产了合成茴脑、扩产并技术升级铃兰醛等产品，产品具备较强的市场竞争力。目前全球能够进行大规模生产铃兰醛的制造商仅有巴斯夫、克拉玛 (EmeraldKalama) 和科思股份三家。

2) **合成铃兰醛核心专利技术：亚甲基缩合反应。** 活化亚甲基化合物 (可提供  $\alpha$ -活性氢) 在碱或酸的催化下与另一分子发生亲核反应获得分子间缩合产物的一类反应。目前公司产品的生产工艺涉及众多的活化亚甲基缩合反应，包括克莱森缩合、羟醛缩合、克脑文盖尔缩合等，公司已积累了非常丰富的生产经验。如克莱森缩合制备防晒剂阿伏苯宗的工艺，通过优化大生产工艺和操作模式，提高了产品品质和产品收率，降低了产品的制造成本的同时降低了三废处理成本，增强了产品在国际市场上的竞争力。在羟醛缩合

成铃兰醛工艺优化中，在提高原料的转化率的同时，有效抑制了副反应，降低了异构体含量，提高了铃兰醛品质和在市场上的竞争力。

表 7：合成香料主要产品

| 主要产品         | 主要功能                       | 主要用途                                                                  |
|--------------|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| 铃兰醛（LLY）     | 无色或淡黄色油状液体                 | 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。在碱性介质中稳定，对皮肤刺激性小，深受调香师欢迎，广泛应用于日化香精中 |
| 对叔丁基苯甲醛（TBB） | 具有醛类的特征香气，易于被空气氧化变成对叔丁基苯甲酸 | 是药物、染料、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                         |
| 合成茴脑         | 带有甜味，具茴香的特殊香气              | 广泛用于香精、香料、医药及食品，在牙膏和含漱液中也广泛使用                                         |
| 2-萘乙酮（β U80） | UVB 防晒剂，化学防晒剂              | 主要用以配制葡萄、草莓、柑橘和橙花等型香精；还可用于日化香精配方中，常用于肥皂、洗涤剂香精配方中                      |
| 对甲基苯乙酮（TAP）  | 有强烈的水果/花香                  | 可用于配制金合欢型、紫丁香型等香精；可与香豆素、大茴香醛、洋茉莉醛共用于皂用薰衣草、香薇、素心兰、新刈草型中                |

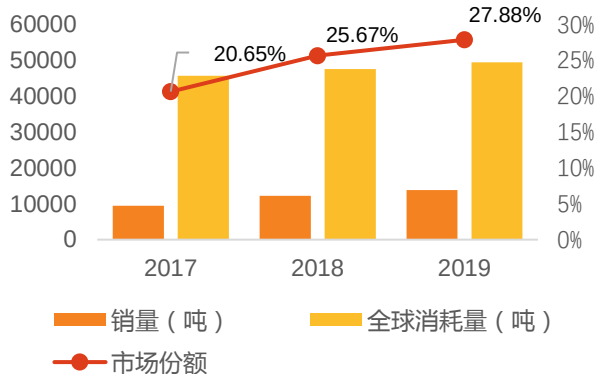
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 未来看点：短期业绩修复，中长期产能扩充、品类拓展赋能未来发展

### 4.1. 短期看点：公司有较强议价能力，随着提价，毛利端有望修复

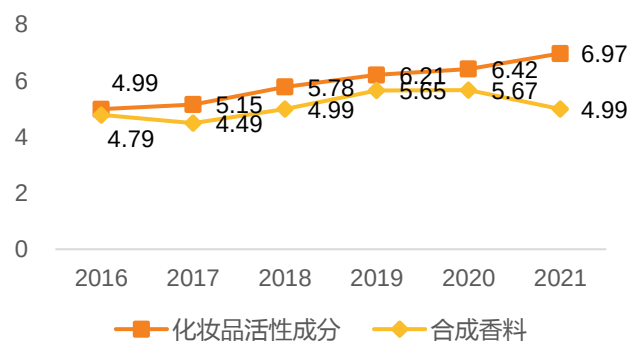
科思股份是行业龙头企业，2019 年公司市占率达 27.88%，同时公司 2016 年来产品均价也在持续提升，可以看到公司拥有较强议价能力。2021 年受原材料和海运费价格大幅上涨影响，压低了公司产品毛利率水平，同时 2022 年以来俄乌局势紧张、原材料成本持续上涨，我们预计未来随着公司价格提升、疫情恢复以及下游行业需求拉动将逐步修复。

图 41：科思股份市场份额（%）



资料来源：招股说明书，欧瑞国际，天风证券研究所

图 42：科思股份公司化妆品活性成分及合成香料单价（万元/吨）



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

### 4.2. 中长期看点：扩产能+拓品类+政策利好，赋能公司未来发展

#### 4.2.1. 产能扩充：产能利用率及产销率高位下，产能扩充驱动业绩发展

1) 产能利用率、产销率处于高位，已不能满足公司业务发展的需要

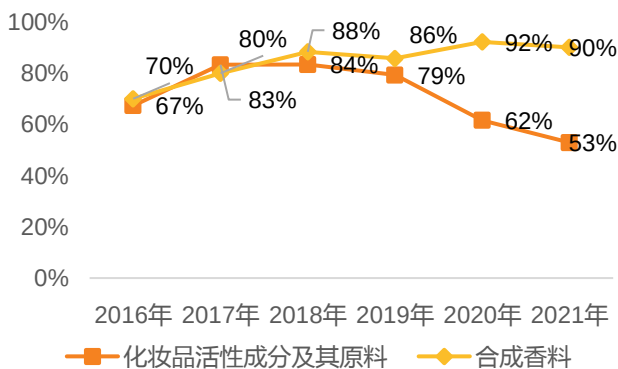
公司通过与全球大型客户日益加深合作，产能逐渐释放，产销率也逐步提高。2016-2020



年，化妆品活性成分及其原料、合成香料产能利用率超 60%，合成香料产能利用率持续提升。2021 年受疫情影响，产能利用率和产销率有所下滑。

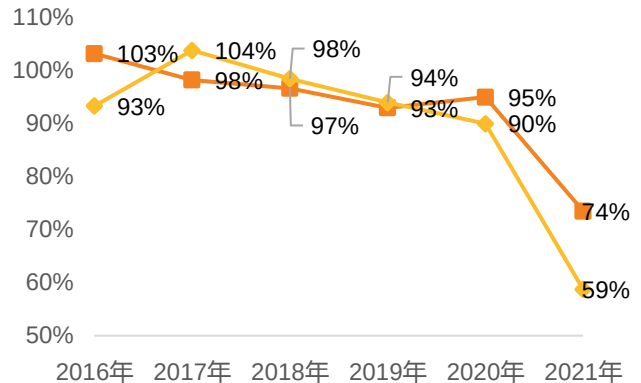
此外，主要防晒剂产品阿伏苯宗产能利用率及产销率保持高位。2017-2019 年，公司阿伏苯宗产能利用率分别为 99.34%、99.75%和 98.87%，产销率分别为 95.57%、99.66%和 109.33%，始终保持在较高水平。未来随着公司产品质量及技术先进性的不断提升，公司产品的生产销售规模将进入持续快速增长的态势，但公司现有的厂房、设备难以满足订单快速增长的需要，生产能力将成为制约公司发展的主要瓶颈。因此，扩大产能规模是顺应市场需求快速增长的内在要求，将赋能公司巩固行业领先地位、推动业绩继续快速增长。

图 43：产能利用率



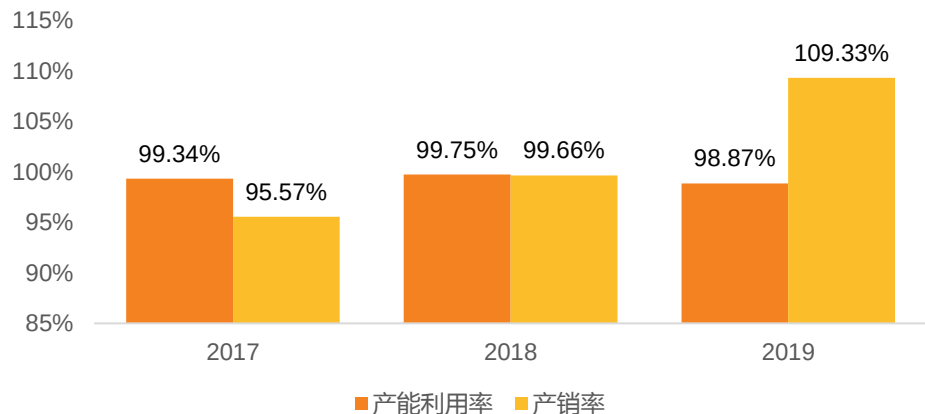
资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 44：产销率



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 45：2017-2019 阿伏苯宗产能利用率及产销率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2) 马鞍山科思逐步投产，产能提升驱动业绩增长

马鞍山科思逐步投产，收入有望进一步释放。阿伏苯宗 2000 吨/年产能已于 2020 年投产，水杨酸苄酯/水杨酸正己酯/水杨酸异戊酯/水杨酸正戊酯各 1500 吨/年共 6000 吨/年产能，已于 2021 年投料试生产；化学防晒剂辛基三嗪酮 1000 吨/年已于 2021 年投产。二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯(新型防晒剂)500 吨/年产能正处建设中，21 年披露预计至 2022 年上半年竣工投产。此外，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将新增 500 吨/年双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪产能，计划自 2022 年 5 月开工建设，预计至 2022 年 12 月竣工使用。



表 8：公司新增产能

| 项目名称                                       | 产品名称                | 项目建设进度                                 | 新增产能（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） | 阿伏苯宗                | 已投料试生产                                 | 2000      |
|                                            | 水杨酸苄酯               | 已投料试生产                                 | 1500      |
|                                            | 水杨酸正己酯              | 已投料试生产                                 | 1500      |
|                                            | 水杨酸甲酯（冬青油）          | 终止中间体水杨酸生产线建设                          | 8000      |
| 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              | 已投料试生产                                 | 1500      |
|                                            | 水杨酸正戊酯              | 已投料试生产                                 | 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               | 已投料试生产                                 | 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              | 二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酯 新型防晒剂  | 计划自 2021 年 10 月开工建设，预计 2022 年上半年投产     | 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            | 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪(P-S) | 计划自 2022 年 5 月开工建设，预计至 2022 年 12 月竣工使用 | 500       |

资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

#### 4.2.2. 拓展新品类：拓大品类布局，加强创新研发

与政府合作投资建设高端个人护理品及合成香料项目，着眼长期发展战略。为进一步丰富公司业务结构、提升营业规模，公司与安庆高新技术产业开发区管理委员会于 2021 年 9 月 29 日签署了《安庆高新技术产业开发区项目投资合作协议》，计划投资建设高端个人护理品及合成香料项目，项目总投资约 30 亿元人民币，占地约 500 亩，预计达产后年产能 9.5 万吨，产值规模约 43 亿元。

扩展其他化妆品活性成分，调整生产线建设，储备优质项目。公司初期依托全资子公司安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心布局高性能美白剂以及其他化妆品活性成分工艺开发，包括依坎舒、阿尔法-熊果苷等；布局营养品及复合功能防腐剂产品，包括肌醇、DL-蛋氨酸、百里酚、辛氧基甘油等。2021 年 9 月 28 日公司拟终止“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)”中水杨酸甲酯的中间体水杨酸生产线，投资回报更高、市场前景更好的产品线。2021 年 11 月与南京江宁经济开发区管理委员会签订《投资建设协议》，计划投资 5 亿元建设“高端个人护理产业基地”，占地约 44 亩，计划建设高端个人护理品生产中心、工程技术中心、产品应用中心、国际技术合作中心、科思研发中心及配套功能区。

进一步加强创新工艺研发、产品开发，推进工业化项目落地。2022 年公司计划持续围绕现有核心技术和总体发展战略，开展市场导向的新产品、新工艺开发：一方面在 2021 年开发成果的基础上，推进相关工业化落地的验证工作；另一方面继续在化妆品原料和合成香料领域储备优质项目，推进以防晒为主的化妆品应用与配方研究，为公司长期规划做技术储备。

#### 4.2.3. 政策端：监管趋严，规范发展，利好龙头原料厂商

行业监管力度加大力好龙头原料厂商，内部管理要求提升，助力公司国内外营收稳定增长。法律法规、规范条例的推行实施，对行业内的品牌商、渠道商强化约束，利好现有规范化经营、具有优质原料的龙头厂家；近年来消费者对优质化妆品的需求不断增加，凭借核心产品实力及国际客户，公司有望在激烈的国内市场竞争中突围，享受行业需求蓬勃发展与行业集中度提升的双重增长红利。21 年以来出台多部新规，化妆品行业进入强监管时代。2021 年以来，以《化妆品监督条例》为总领的多项政策出台，从化妆品范畴、化妆品原料、产品宣称、产品生产、经营责任等方面规范化行业发展，环环责任明确到人，提高了违规经营的成本，赋能行业长期规范发展。

图 46：21 年起原料政策变化及近期热点事件

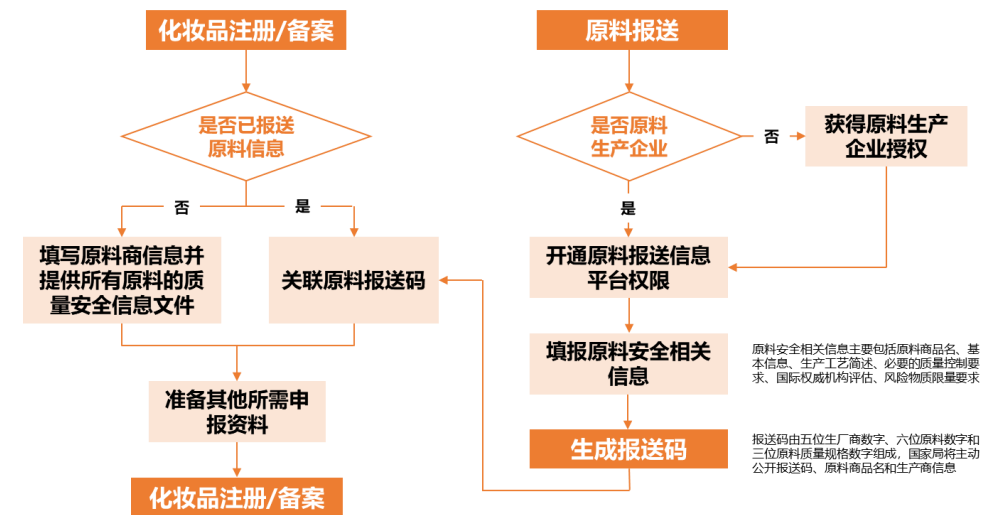
|          | 整体                      | 原料                                                                                                       | 内容                                                                                                                                                                          |
|----------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021年1月  | 《化妆品监督管理条例》             |                                                                                                          | 确立了注册人备案人、标准管理、原料分类、质量安全负责人、风险监测评价、信用体系、责任约谈等一系列新制度；对特殊化妆品定义进行了修改。                                                                                                          |
| 2021年5月  |                         | 《化妆品新原料注册备案资料管理规定》、《化妆品禁用原料目录》、《已使用化妆品原料目录（2021年版）》                                                      | 《化妆品新原料注册备案资料管理规定》：进一步明晰了对新原料的安全监测制度、持续监测和评价体系，以及化妆品注册与备案所提交的资料等信息。<br>新版《化妆品禁用植（动）物原料目录》：明令禁止使用大麻类、万寿菊类原料。<br>《已使用化妆品原料目录（2021年版）》：共列出了8972种原料，35个成分被纳入禁用组分，17种原料拟调整为禁用成分。 |
| 2021年6月  |                         |                                                                                                          |                                                                                                                                                                             |
| 2021年8月  | 《化妆品生产经营监督管理办法》         |                                                                                                          | 于2022年1月1日起正式实行，确了化妆品注册人、备案人的主体责任和化妆品标签内容和形式的原则要求，同时规定了化妆品标签应当标注的内容以及各项内容标注的细化要求，对化妆品标签禁止标注的内容进行了规定。                                                                        |
| 2021年9月  | 《化妆品生产许可管理基本数据集（征求意见稿）》 |                                                                                                          | 目的为“推进化妆品监管信息化建设与数据共享”，这是国家层面首次针对化妆品监管信息化建设出台系统文件，预示着行业监管将迈入标准化信息时代。                                                                                                        |
| 2021年10月 | 《儿童化妆品监督管理规定》           |                                                                                                          | 我国首部专门针对儿童化妆品的监管法规正式出台，于2022年1月1日起施行，首次提出不得宣称“食品级”、“可食用”。                                                                                                                   |
| 2021年11月 |                         | 国家药监局发布了《化妆品新原料注册备案管理政策问答》<br><br>化妆品377原料被禁用，红没药醇、熊果苷是否被禁引起热议；发布《浅谈美白化妆品与美白剂》，明确指出美白化妆品属于特殊化妆品范畴并实行注册管理 |                                                                                                                                                                             |
| 2021年12月 |                         | 原料安全信息登记平台上线                                                                                             | 自12月31日上午9时起化妆品原料生产商或其授权企业可以登陆该平台报送原料安全相关信息                                                                                                                                 |

资料来源：国家药品监督管理局，天风证券研究所

## 2) “一码一原”加强原料溯源，加强原料商与下游客户绑定

**化妆品注册备案迎来新规。**自2021年12月31日上午9时起化妆品原料生产商或其授权企业可以登陆该平台报送原料安全相关信息。《化妆品注册备案资料管理规定》，要求“注册人、备案人或者境内责任人应当填写产品所使用原料的生产商信息并上传由原料生产商出具的原料安全信息文件”。原料安全相关信息通过信息平台提交后，就会自动生成原料报送码。原料报送码由五位生产商数字编码、六位原料数字编码和三位原料质量规格数字编码组成。待原料生产商完成原料安全相关信息的报送后，注册人、备案人或者境内责任人在进行化妆品注册备案时，即可填写原料报送码关联原料安全信息文件。

图 47：化妆品注册/备案流程



资料来源：药监局，天风证券研究所

**影响：1）“一码一原”使公司更具壁垒。**过去在《已使用化妆品原料名称目录》上的原料同 INCI 名其实质可能千差万别，而新规的原料报送码将监管范围扩大到了实际采购使用层面，一码一原料商品，正规原料厂商更具壁垒。

**2）原料安全信息登记，利好龙头原料商，有利于公司深度绑定客户。**化妆品原料安全信息登记平台正式上线，代表着国家对于化妆品可追溯质量管理体系的关键一环即将打通。工厂或品牌方在进行化妆品注册/备案原料信息时，主要与原料报送码关联就可以，大大简化注册备案的流程，对于原料商而言只用向下游提供原料报送码，减少了很多沟通成本，意味着注册人/备案人与原料商的绑定进一步加深，如果遇到原料断供或者更换原料商的情况，注册人/备案人就必须变更原料信息，工厂或品牌方在选择原料商时将更多考虑原料供给稳定性和合规性，具有较强壁垒的龙头原料商更有优势。

## 5. 盈利预测与估值

**化妆品活性成分及其原料：**假设化妆品活性成分及其原料产能在 22 年 5 月起 5 个月内爬坡释放，则 22-24 年化妆品活性成分及其原料产能为 2.94/3.01/3.01 万吨；产能利用率方面 21 年主要受疫情影响，22 年下半年疫情好转，预计提升至 70%，23、24 年起逐步提升至 75%、80%。公司以销定产，预计产销率 22-24 年持续保持高位。综合估计 22-24 化妆品活性成分及其原料销量为 1.60/1.81/2.12 万吨。原材料成本上涨逐步传导，预计 22-24 年化妆品活性成分及其原料单价有小幅提升，同比增长率分别为 7%/5%/3%。根据测算 22 年-24 年化妆品活性成分及其原料业务收入为 11.2/13.2/16 亿元。

**合成香料：**《安庆高新技术产业开发区项目投资合作协议》建设及投产时间还未披露，假设合成香料产能在 22-24 年保持在 1.22 万吨不变；产能利用率方面 22 上半年受疫情影响，22 全年预计稍微有所下滑至 85%，23-24 年起产能利用率将逐步恢复，预计 23/24 年分别为 93%/95%；公司以销定产，预计产销率 22-24 年持续保持高位。综合估计 22-24 年合成香料销量为 6741/8510/9620 吨。原材料成本上涨逐步传导，预计 22-24 年合成香料单价有小幅提升，同比增长率分别为 5%/5%/3%。根据测算 22 年-24 年合成香料业务收入为 3.5/4.7/5.5 亿元。

表 9：分项业务收入预测（单位：万元）

|              | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年    | 2022 年     | 2023 年     | 2024 年     |
|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 化妆品活性成分及其原料  | 80,852.04 | 65,164.81 | 73,092.93 | 111,569.62 | 132,023.80 | 159,555.17 |
| YOY          | 18.09%    | -19.40%   | 12.17%    | 52.64%     | 18.33%     | 20.85%     |
| 占比           | 73.48%    | 64.62%    | 67.03%    | 74.01%     | 72.18%     | 73.01%     |
| 销量 (吨)       | 14081.62  | 10107.47  | 11233.47  | 16025      | 18060      | 21190.4    |
| 平均单价 (万元/每吨) | 5.74      | 6.45      | 6.51      | 6.96       | 7.31       | 7.53       |
| YOY          | 8.40%     | 12.29%    | 0.92%     | 7.00%      | 5.00%      | 3.00%      |
| 产能利用率        | 79.40%    | 61.66%    | 52.50%    | 70.00%     | 75.00%     | 80.00%     |
| 产销率          | 75.60%    | 68.88%    | 73.52%    | 78.00%     | 80.00%     | 88.00%     |
| 合成香料         | 24246.26  | 31700.16  | 32279.34  | 35328.07   | 46829.68   | 54527.54   |
| YOY          | 3.64%     | 30.74%    | 1.83%     | 9.44%      | 32.56%     | 16.44%     |
| 占比           | 22.03%    | 31.43%    | 29.60%    | 23.43%     | 25.60%     | 24.95%     |
| 销量 (吨)       | 4288.21   | 5594.46   | 6466.75   | 6740.5     | 8509.5     | 9619.7     |
| 平均单价 (万元/每吨) | 5.65      | 5.67      | 4.99      | 5.24       | 5.50       | 5.67       |
| YOY          | 13.20%    | 0.22%     | -11.91%   | 5.00%      | 5.00%      | 3.00%      |
| 产能利用率        | 85.94%    | 92.63%    | 90.25%    | 85.00%     | 93.00%     | 95.00%     |
| 产销率          | 94.00%    | 61.63%    | 58.73%    | 65.00%     | 75.00%     | 83.00%     |
| 其他业务         | 3838.60   | 3981.97   | 3669.40   | 3852.87    | 4045.52    | 4450.07    |
| YOY          | -9.90%    | 3.73%     | -7.85%    | 5.00%      | 5.00%      | 10.00%     |
| 占比           | 3.49%     | 3.95%     | 3.37%     | 2.56%      | 2.21%      | 2.04%      |

资料来源：招股说明书，2020 年报，2021 年报，wind 天风证券研究所

根据相对估值法，我们选择化妆品原料 A 股公司，天赐材料、爱普股份、华熙生物作为可比公司，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，根据 2022 年 7 月 28 日收盘价，2022-2024 年对应的平均 PE 分别为 38 倍、30 倍、23 倍，公司作为全球防晒剂原料龙头厂家，短期业务有望获得修复，中长期受益于产能扩张、品类拓展和政策支持，相对估值下仍有优势，我们看好公司未来发展，给予 2022 年 47 倍 PE，对应目标价 60.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 48：可比估值

| 股票名称 | 股票代码      | 市值 (亿元) | 净利润 (百万) |      |      |     | PE  |     |
|------|-----------|---------|----------|------|------|-----|-----|-----|
|      |           |         | 22年      | 23年  | 24年  | 22年 | 23年 | 24年 |
| 天赐材料 | 002709.SZ | 1037    | 5311     | 6265 | 7606 | 20  | 17  | 14  |
| 爱普股份 | 603020.SH | 39      | 3800     | 4546 | 5318 | 18  | 15  | 12  |
| 华熙生物 | 688363.SH | 779     | 1034     | 1365 | 1761 | 75  | 57  | 44  |
| 平均值  |           |         |          |      |      | 38  | 30  | 23  |

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

## 6. 风险提示

### 1. 行业波动导致的风险

公司的产品化妆品活性成分及原料、合成香料主要应用于日化用品、香精等行业，因此公司业务发展与化妆品行业和香料香精行业发展密切相关。如果未来化妆品行业和香料香精行业发生重大不利变化，行业波动等情况将对公司的经营产生重大不利影响。

### 2. 主要原材料价格波动风险

公司的主要原材料为化工原料，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。未来化工原材料价格变动的不确定性，会对公司的经营盈利能力造成一定的风险。

### 3.环保风险

公司在生产过程中会排放废水、废气和固体废弃物。随着社会对环境保护的日益重视，我国政府环境保护力度的不断加强，未来可能会出台更严格的环保标准，提出更高的环保要求。若公司不能及时对设备进行升级改造，以达到更严格的环保标准和环保要求，将给公司生产经营带来不利影响。

### 4.客户依赖风险

公司前五大客户的销售额占公司营业收入的比例较高。如果公司主要客户减少对公司的采购或寻找其他采购商，将在一定时期内影响公司的产品销售和盈利能力。

### 5.汇率波动风险

公司出口收入占比较高，未来，随着公司品牌认可度的不断提升、营销网络的不断完善以及募集资金投资项目的竣工投产，公司境外销售规模还将进一步扩大。汇率的波动将对公司经营业绩产生影响。

### 6.中美贸易摩擦风险

公司美国市场销售额约占总销售额的 20%左右。2018 年 9 月开始，中美贸易摩擦加剧，美国政府对 2000 亿美元产品加征 10%关税，并于 2019 年 5 月调整至 25%。加征关税至 25%后，为保持与客户的长期稳定的合作关系，适度调降部分产品的市场售价，但未对公司经营业绩产生重大影响。如未来中美贸易摩擦进一步加剧，可能会给公司带来一定程度的负面影响。



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 利润表(百万元)  | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金       | 122.06   | 212.43   | 476.84   | 598.32   | 867.44   | 营业收入      | 1,008.47 | 1,090.42 | 1,507.51 | 1,828.99 | 2,185.33 |
| 应收票据及应收账款  | 139.23   | 165.79   | 193.50   | 168.59   | 264.05   | 营业成本      | 675.88   | 798.59   | 1,028.03 | 1,231.21 | 1,479.47 |
| 预付账款       | 5.11     | 3.54     | 10.86    | 5.43     | 13.34    | 营业税金及附加   | 8.38     | 8.66     | 11.81    | 14.68    | 17.34    |
| 存货         | 250.88   | 336.38   | 406.42   | 515.61   | 561.17   | 营业费用      | 9.21     | 12.85    | 15.08    | 27.43    | 32.78    |
| 其他         | 521.58   | 356.83   | 356.56   | 358.10   | 357.48   | 管理费用      | 73.65    | 82.16    | 120.60   | 137.17   | 152.97   |
| 流动资产合计     | 1,038.85 | 1,074.96 | 1,444.19 | 1,646.06 | 2,063.48 | 研发费用      | 38.87    | 45.31    | 67.84    | 82.30    | 104.90   |
| 长期股权投资     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 财务费用      | 16.60    | 9.29     | 13.48    | 13.12    | 11.96    |
| 固定资产       | 544.11   | 604.68   | 580.04   | 565.06   | 542.88   | 资产减值损失    | (1.65)   | (1.42)   | (0.02)   | (0.01)   | (0.01)   |
| 在建工程       | 16.71    | 60.61    | 72.36    | 91.42    | 84.85    | 公允价值变动收益  | 2.73     | 0.15     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 无形资产       | 45.51    | 46.13    | 43.21    | 40.29    | 37.37    | 投资净收益     | 2.96     | 15.71    | 7.03     | 7.03     | 7.03     |
| 其他         | 33.92    | 49.67    | 35.38    | 32.64    | 30.63    | 其他        | (13.42)  | (37.78)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 非流动资产合计    | 640.25   | 761.08   | 730.99   | 729.42   | 695.74   | 营业利润      | 195.25   | 156.90   | 257.68   | 330.08   | 392.93   |
| 资产总计       | 1,679.10 | 1,836.04 | 2,175.19 | 2,375.47 | 2,759.21 | 营业外收入     | 1.57     | 0.58     | 0.93     | 1.03     | 0.85     |
| 短期借款       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 营业外支出     | 4.34     | 2.69     | 3.86     | 3.63     | 3.39     |
| 应付票据及应付账款  | 146.02   | 176.27   | 275.93   | 259.17   | 371.11   | 利润总额      | 192.49   | 154.79   | 254.75   | 327.48   | 390.39   |
| 其他         | 41.98    | 40.84    | 48.85    | 44.34    | 49.01    | 所得税       | 29.03    | 21.93    | 36.45    | 47.54    | 55.94    |
| 流动负债合计     | 187.99   | 217.11   | 324.78   | 303.51   | 420.12   | 净利润       | 163.46   | 132.87   | 218.31   | 279.94   | 334.45   |
| 长期借款       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 少数股东损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付债券       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 归属于母公司净利润 | 163.46   | 132.87   | 218.31   | 279.94   | 334.45   |
| 其他         | 13.92    | 21.30    | 18.29    | 17.83    | 19.14    | 每股收益（元）   | 0.97     | 0.78     | 1.29     | 1.65     | 1.98     |
| 非流动负债合计    | 13.92    | 21.30    | 18.29    | 17.83    | 19.14    |           |          |          |          |          |          |
| 负债合计       | 203.71   | 246.38   | 343.06   | 321.34   | 439.26   |           |          |          |          |          |          |
| 少数股东权益     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 主要财务比率    | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| 股本         | 112.88   | 112.88   | 169.32   | 169.32   | 169.32   | 成长能力      |          |          |          |          |          |
| 资本公积       | 879.70   | 879.70   | 879.70   | 879.70   | 879.70   | 营业收入      | -8.35%   | 8.13%    | 38.25%   | 21.33%   | 19.48%   |
| 留存收益       | 479.32   | 594.92   | 779.61   | 1,002.06 | 1,268.03 | 营业利润      | 7.31%    | -19.64%  | 64.23%   | 28.10%   | 19.04%   |
| 其他         | 3.49     | 2.16     | 3.49     | 3.05     | 2.90     | 归属于母公司净利润 | 6.35%    | -18.72%  | 64.31%   | 28.23%   | 19.47%   |
| 股东权益合计     | 1,475.39 | 1,589.66 | 1,832.12 | 2,054.13 | 2,319.95 | 获利能力      |          |          |          |          |          |
| 负债和股东权益总计  | 1,679.10 | 1,836.04 | 2,175.19 | 2,375.47 | 2,759.21 | 毛利率       | 32.98%   | 26.76%   | 31.81%   | 32.68%   | 32.30%   |
|            |          |          |          |          |          | 净利率       | 16.21%   | 12.18%   | 14.48%   | 15.31%   | 15.30%   |
|            |          |          |          |          |          | ROE       | 11.08%   | 8.36%    | 11.92%   | 13.63%   | 14.42%   |
|            |          |          |          |          |          | ROIC      | 26.57%   | 17.25%   | 23.25%   | 29.62%   | 31.71%   |
|            |          |          |          |          |          | 偿债能力      |          |          |          |          |          |
| 现金流量表(百万元) | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 资产负债率     | 12.13%   | 13.42%   | 15.77%   | 13.53%   | 15.92%   |
| 净利润        | 163.46   | 132.87   | 218.31   | 279.94   | 334.45   | 净负债率      | -8.27%   | -13.22%  | -25.99%  | -29.08%  | -37.33%  |
| 折旧摊销       | 53.02    | 74.06    | 75.80    | 78.84    | 81.67    | 流动比率      | 5.47     | 4.78     | 4.45     | 5.42     | 4.91     |
| 财务费用       | 11.21    | 3.15     | 13.48    | 13.12    | 11.96    | 速动比率      | 4.15     | 3.28     | 3.20     | 3.72     | 3.58     |
| 投资损失       | (2.96)   | (15.71)  | (7.03)   | (7.03)   | (7.03)   | 营运能力      |          |          |          |          |          |
| 营运资金变动     | (65.29)  | (60.28)  | 7.62     | (99.61)  | (28.71)  | 应收账款周转率   | 8.25     | 7.15     | 8.39     | 10.10    | 10.10    |
| 其它         | 6.85     | 17.97    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 存货周转率     | 3.78     | 3.71     | 4.06     | 3.97     | 4.06     |
| 经营活动现金流    | 166.28   | 152.05   | 308.17   | 265.26   | 392.34   | 总资产周转率    | 0.75     | 0.62     | 0.75     | 0.80     | 0.85     |
| 资本支出       | 171.77   | 167.54   | 63.01    | 80.45    | 48.69    | 每股指标（元）   |          |          |          |          |          |
| 长期投资       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 每股收益      | 0.97     | 0.78     | 1.29     | 1.65     | 1.98     |
| 其他         | (818.82) | (206.51) | (115.98) | (153.42) | (91.66)  | 每股经营现金流   | 0.98     | 0.90     | 1.82     | 1.57     | 2.32     |
| 投资活动现金流    | (647.06) | (38.97)  | (52.97)  | (72.97)  | (42.97)  | 每股净资产     | 8.71     | 9.39     | 10.82    | 12.13    | 13.70    |
| 债权融资       | (264.04) | (7.08)   | (14.95)  | (12.88)  | (11.64)  | 估值比率      |          |          |          |          |          |
| 股权融资       | 749.93   | (35.20)  | 24.16    | (57.93)  | (68.63)  | 市盈率       | 47.62    | 58.58    | 35.65    | 27.80    | 23.27    |
| 其他         | 31.64    | 23.15    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 市净率       | 5.28     | 4.90     | 4.25     | 3.79     | 3.36     |
| 筹资活动现金流    | 517.53   | (19.13)  | 9.20     | (70.81)  | (80.26)  | EV/EBITDA | 18.55    | 23.88    | 20.01    | 16.17    | 13.47    |
| 汇率变动影响     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | EV/EBIT   | 22.31    | 32.06    | 25.60    | 19.88    | 16.19    |
| 现金净增加额     | 36.76    | 93.95    | 264.41   | 121.49   | 269.11   |           |          |          |          |          |          |

资料来源：公司公告，天风证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                                                   | 海口                                                                                                  | 上海                                                                                                        | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |