

防晒化学品行业龙头，看好公司长期成长

投资要点

- **公司是化妆品活性成分龙头：**公司主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，也是铃兰醛等合成香料的主要生产商之一，2019年化妆品活性成分及其原料、合成香料的产能分别为23460吨、9800吨。
- **下游化妆品市场发展前景广阔，公司防晒剂产品需求旺盛：**根据Euromonitor预测，2021年全球化妆品市场规模有望增至4871亿美元。预计到2025年，中国将是全球化妆品行业第一大需求市场，国内防晒化妆品2021年市场规模将达到14.1亿元。2019年，公司防晒剂销量占到全球总需求的27.9%，其主要产品阿伏苯宗供不应求，未来将有2000吨新增产能；另一产品广谱防晒剂P-S于2017年开始生产，此后快速放量，2019年该项营业收入占到营业收入的9.1%。
- **募投项目深化公司产业链一体化优势：**公司现有业务之间存在上下游的关系，其主要业务阿伏苯宗及铃兰醛均有重要中间体自给能力。公司募投项目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一期工程不仅扩充2000吨阿伏苯宗产能，还将投产8000吨的水杨酸甲酯，该产品是现有水杨酸异辛酯与原膜甲酯的重要中间体，也是募投项目中水杨酸正己酯与水杨酸苄酯的原材料。公司自建水杨酸甲酯将推进公司产业链一体化，加强供应链稳定性。
- **公司未来将依托业务与客户优势进军ODM行业，提升盈利水平：**2019年化妆品代加工行业市场规模预计为570亿，但国内代工市场较为分散，小厂商多数处于无序竞争状态。公司现阶段的原材料制造业务业已成熟，在拥有相关丰富资源及充分认识市场的基础上，公司有意向下游ODM转型。ODM/OEM厂商毛利率区间为25%-40%，公司现有毛利率在20%-30%左右，公司的研发生产能力及成熟的原材料业务将有助于公司顺利进入ODM行业，提升盈利水平。
- **盈利预测与投资建议：**预计2020-2022年归母净利润为1.8亿元、2.3亿元、2.9亿元，EPS分别为1.61元、2.00元、2.53元。公司是化妆品防晒剂龙头，与国际大客户建立稳定合作关系，未来新建产能将助力公司丰富化妆品防晒剂及香精香料两大业务线，同时降低成本增厚利润。首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料及产品价格大幅波动风险、新建项目不达预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1100.36	1248.26	1422.59	1647.46
增长率	13.23%	13.44%	13.97%	15.81%
归属母公司净利润(百万元)	153.70	182.09	225.47	285.08
增长率	77.16%	18.47%	23.82%	26.44%
每股收益EPS(元)	1.36	1.61	2.00	2.53
净资产收益率ROE	28.20%	12.33%	13.54%	14.96%
PE	70	60	48	38
PB	19.88	7.34	6.50	5.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

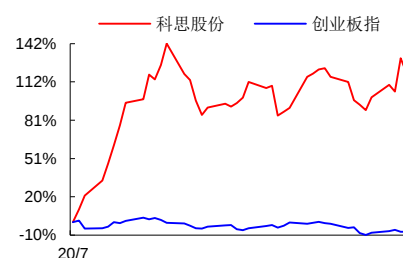
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 薛聪
 执业证号: S1250520070004
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.13
流通A股(亿股)	0.28
52周内股价区间(元)	44.01-106.5
总市值(亿元)	108.35
总资产(亿元)	10.03
每股净资产(元)	7.55

相关研究

目 录

1 公司深耕化妆品活性成分 20 年，消费升级加速需求增长	1
2 多项优势构建公司盈利护城河	6
2.1 技术深耕与环保优势保证公司可持续发展	6
2.2 与多家国际客户展开合作关系	7
3 下游高增速带动公司化妆品活性成分业务快速发展	11
3.1 全球化妆品市场规模增长态势继续，中国市场发展潜力巨大	11
3.2 公司防晒剂需求旺盛	17
3.3 公司有望向下游拓展，进军 OEM/ODM 领域	20
4 香精香料行业发展稳健，核心技术巩固公司市场地位	23
4.1 全球与国内香精香料市场平稳增长	23
4.2 公司是铃兰醛全球龙头，相关技术确保产品质量	24
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	27
6 风险提示	28

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构及控股子公司.....	1
图 3: 公司所处行业位置.....	2
图 4: 公司主要原材料价格与原油价格.....	2
图 5: 2014-2019 年公司营收及增速.....	3
图 6: 2014-2019 年公司归母净利润及增速.....	3
图 7: 2014-2020H1 公司毛利率及同业对比.....	3
图 8: 2014-2020H1 公司净利率及同业对比.....	3
图 9: 公司营业收入构成.....	4
图 10: 公司毛利构成.....	4
图 11: 2015-2019 年公司三费率.....	4
图 12: 公司主要产品及生产关系.....	6
图 13: 2012-2018 年公司新增专利数量.....	7
图 14: 2016-2019 年公司研发费用同业对比.....	7
图 15: 公司两大产品板块主要客户.....	8
图 16: 2019 年公司主要客户销售金额占比.....	9
图 17: 2018 年公司主要客户销售金额占比.....	9
图 18: 2015-2019 年帝斯曼营收与 EBITDA.....	9
图 19: 2019 年帝斯曼分业务营收占比.....	9
图 20: 2015-2019 年德之馨营收与 EBITDA.....	10
图 21: 2019 年德之馨分业务营收占比.....	10
图 22: 公司 2016-2020H1 主营产品收入及增速.....	11
图 23: 公司 2017-2019 年产能、产量、销量.....	11
图 24: 2017-2019 年境内外营收占比.....	11
图 25: 2017-2019 年直销营收占比.....	11
图 26: 2012-2018 年全球化妆品市场规模及增速.....	12
图 27: 2017 年全球化妆品市场份额.....	12
图 28: 2010-2019 年中国化妆品市场规模及增速.....	12
图 29: 2017 年全球各国人均化妆品消费.....	12
图 30: 化妆品原料行业下游.....	13
图 31: 2006-2020E 年全球防晒类化妆品市场规模及增速.....	13
图 32: 2017-2021E 年中国防晒类化妆品市场规模及增速.....	13
图 33: 2010 年欧美市场不同功能化妆品份额.....	14
图 34: 紫外线按照波长分类.....	14
图 35: 按区域划分的全球防晒剂市场规模.....	16
图 36: 公司防晒剂市场份额情况.....	17
图 37: 2016-2019 阿伏苯宗销售额及占比.....	18
图 38: 2016-2019 阿伏苯宗销售单价及毛利率.....	18
图 39: 2015-2020 年甲苯和原油价格.....	18

图 40: 2016-2019 阿伏苯宗境外销售金额及占比	19
图 41: 2016-2019 阿伏苯宗境外销量及占比	19
图 42: 2017-2019 年 P-S 销售额及占比	20
图 43: 2017-2019 年 P-S 销售单价及毛利率	20
图 44: 2017-2019 年 P-S 境外销售金额及占比	20
图 45: 2017-2019 年 P-S 境外销售量及占比	20
图 46: 化妆品产业链	21
图 47: 三种代工模式	21
图 48: 中国化妆品代加工行业市场规模及增速	22
图 49: 2011-2019 年全球香精香料市场规模及增速	23
图 50: 2011-2019 年中国香精香料市场规模及增速	23
图 51: 2020 年全球香精香料市场按区域划分	24
图 52: 全球主要香精香料行业市场份额	24
图 53: 2016-2019 年铃兰醛销售额及占比	25
图 54: 2016-2019 年铃兰醛销售单价及毛利率	25
图 55: 2016-2019 年铃兰醛销售额及占比	25
图 56: 2016-2019 年铃兰醛销售单价及毛利率	25
图 57: 2016-2019 年铃兰醛境外销售额及占比	25
图 58: 2016-2019 年铃兰醛境外销售量及占比	25

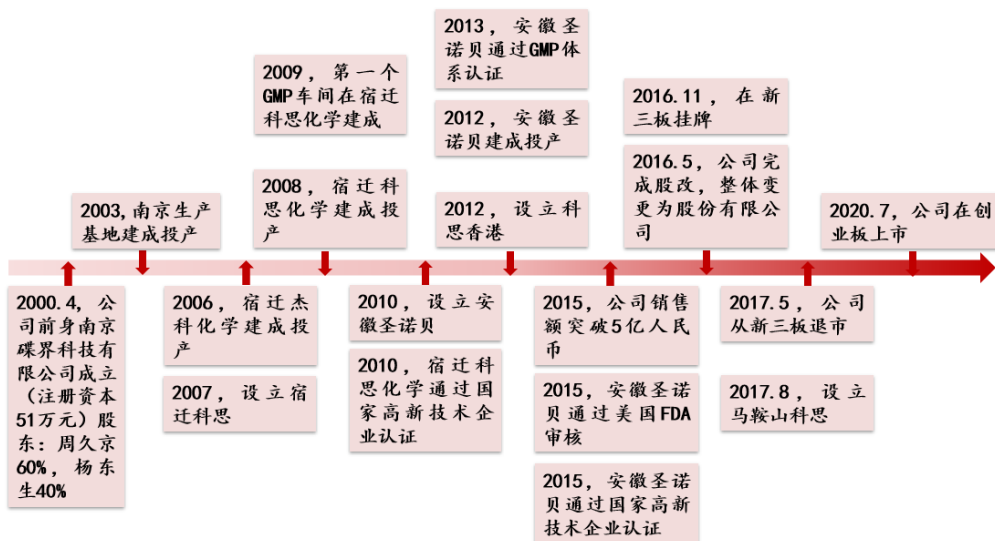
表 目 录

表 1: 公司主要产品及 2019 年产能	3
表 2: 公司募投项目	5
表 3: 募投项目一期具体产能	5
表 4: 公司子公司质量管理体系标准明细	8
表 5: 欧盟化妆品化学防晒剂准许名单	15
表 6: 阿伏苯宗及对甲氧基苯乙酮涉及到的核心技术	17
表 7: 募投项目一期具体产能	19
表 8: 全球化妆品 ODM 龙头基本情况	22
表 9: 国际化妆品 ODM 龙头在华经营基本情况	23
表 10: 公司现有香精香料产品一览	24
表 11: 分业务收入及毛利率	26
表 12: 可比公司估值	28
附表: 财务预测与估值	29

1 公司深耕化妆品活性成分 20 年，消费升级加速需求增长

公司主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，也是铃兰醛等合成香料的主要生产商之一。现阶段公司产品已进入国际主流市场体系，防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、宝洁、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、德之馨、高露洁等全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。得益于国内与海外市场的消费升级，公司主要产品的需求有望获得持续增长。

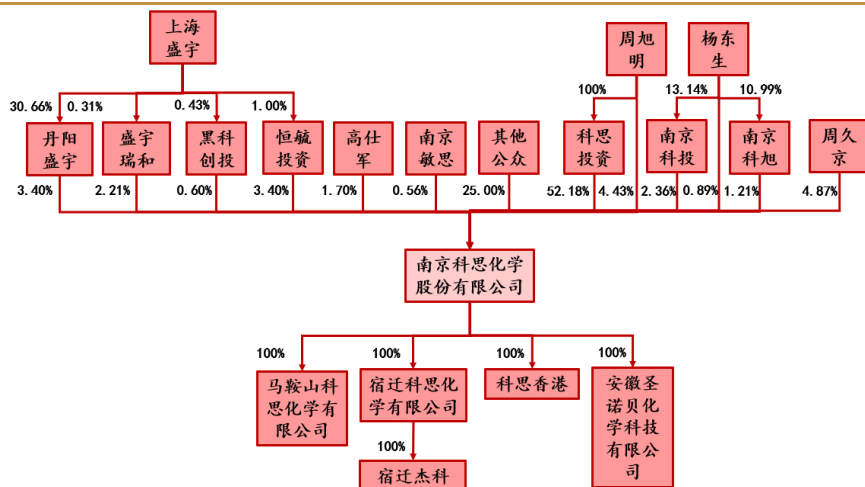
图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

公司股权结构较为集中，实控人为周旭明、周久京父子：周旭明直接控股 4.43%，并通过科思投资间接控股 52.18%，其子周久京直接控股 4.87%，两人合计持有公司 61.48% 的股份，是公司共同的实际控制人。杨东升通过直接及间接持有公司 1.33% 的股权，其为实际控制人周久京的女婿。

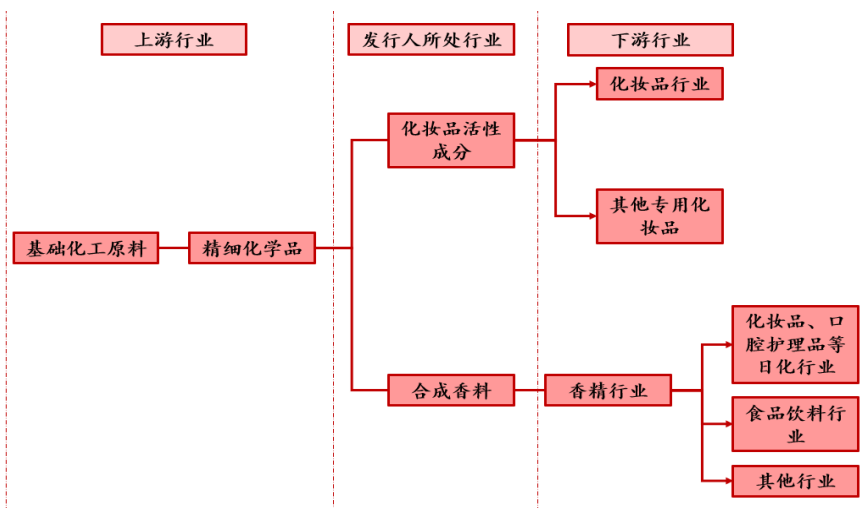
图 2：公司股权结构及控股子公司



数据来源：Wind，西南证券整理

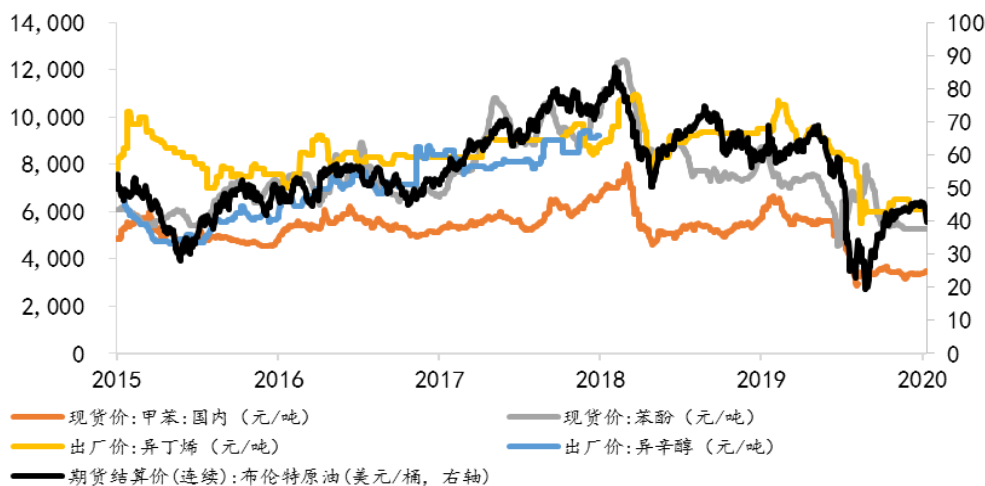
公司所处精细化工行业，下游为消费行业：公司原材料主要为基础化工品及各类精细化学品，包括对甲氧基苯甲醛、甲苯、苯甲醚、异丁烯、异辛醇、异佛尔酮、二苯甲酮、三氯化铝、苯酚，其价格与原油价格高度相关，受到国际形势和供求关系等多种因素的影响。公司自设立以来，始终关注原材料价格波动对利润的影响，采取生产工艺技术改造、开发新产品、调整销售策略等方式，降低原材料价格变动对公司综合盈利能力的影响。下游对接日用化学品、食品饮料等消费品，其需求端与国内外宏观经济息息相关。

图 3：公司所处行业位置



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司主要原材料价格与原油价格



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要产品及产能：公司业务分为化妆品活性成分及其原料、合成香料及其他产品三大板块，2019 年产能分别为 23460 吨、9800 吨、5300 吨。化妆品活性成分产品包括阿伏苯宗、奥克立林、水杨酸异辛酯、原膜散酯等，合成香料产品包括对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、合成茴脑等。

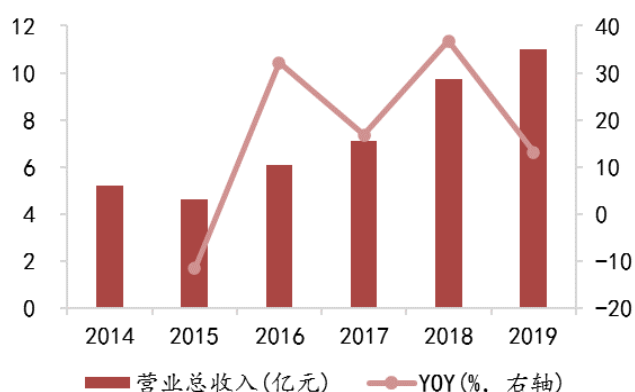
表 1: 公司主要产品及 2019 年产能

产品	产能 (吨/年)
化妆品活性成分及其原料	23460
合成香料	9800
其他产品	5300
合计	38560

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

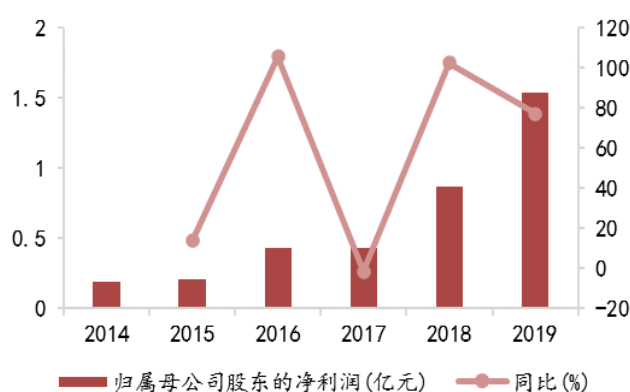
公司营收逐年快速增长, 盈利能力不断提升: 2015 年-2019 年, 受益于公司在主营产品市场地位提升, 叠加下游需求旺盛, 公司营业收入快速增长, 2019 年公司营业收入 11.0 亿元, 同比增长 13.2%; 2020 年上半年, 在突发卫生事件背景下, 公司持续加大市场开拓力度, 实现营业收入 5.7 亿元, 归母净利润 9356.8 万元, 同比增长 37.9%。公司通过成本控制及提升核心技术增强盈利能力: 一方面原材料采购量逐年增加, 公司通过集中采购的方式提升议价能力以降低成本; 另一方面, 公司不断提升自身技术水平与生产自动化能力, 从而提升产品收率、改善产品质量、改善盈利能力。公司 2015-2019 年毛利率、净利率稳步提升, 2020 年上半年, 公司毛利率为 35.0%, 净利率为 16.5%, 已从同业中的中游水平上升至行业前沿。

图 5: 2014-2019 年公司营收及增速



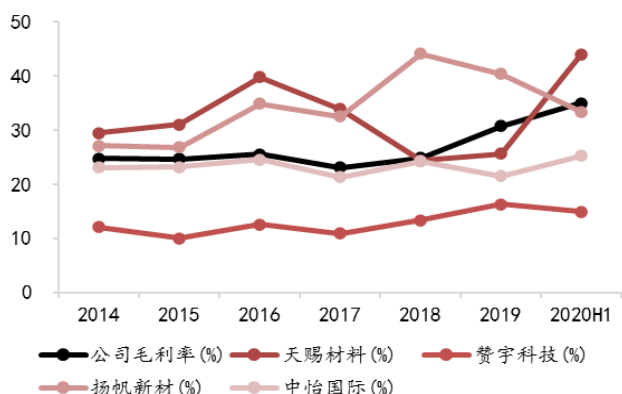
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2014-2019 年公司归母净利润及增速



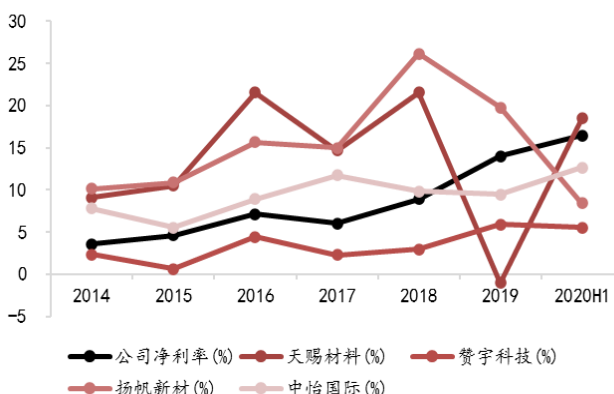
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2014-2020H1 公司毛利率及同业对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

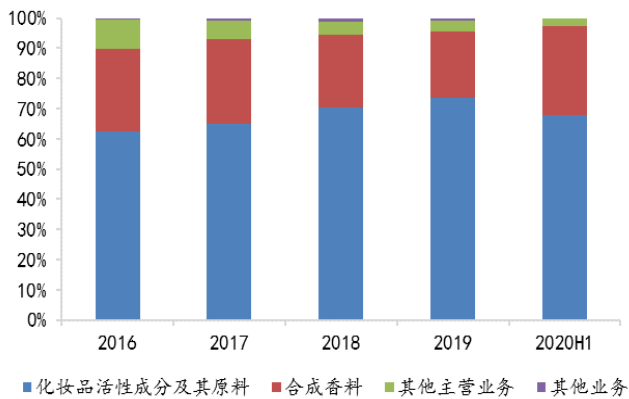
图 8: 2014-2020H1 公司净利率及同业对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

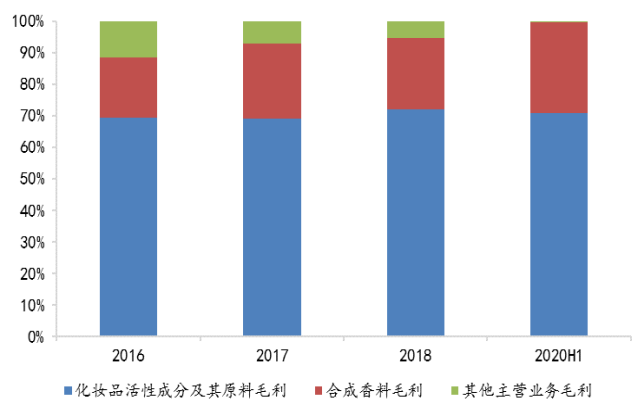
公司营收与毛利润主要来源是化妆品活性成分及原料：公司产品包括化妆品活性成分及原料、合成香料以及其他产品（医药、农药中间体及塑料添加剂）。化妆品活性成分及原料占收入与毛利润端的比例最大，基本稳定在 60%-70% 之间，2020 年上半年占公司总营业收入的 67.8%，总毛利润的 70.9%，同期合成香料的总营收与总毛利润占比分别为 29.4% 与 28.6%。

图 9：公司营业收入构成



数据来源：Wind，西南证券整理

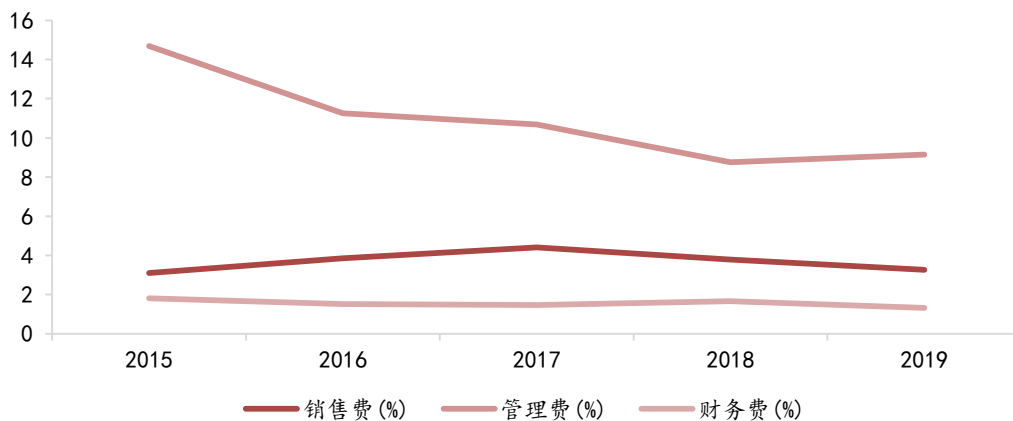
图 10：公司毛利构成



数据来源：Wind，西南证券整理

公司三费率稳中有降：公司三费率较为稳定，2019 年销售费用率有所降低，是因为销售费用的主要组成部分是产品的运输与包装费，随着产品的价格上升，销售费率有所回落；而公司的规模效应使得管理费用率出现明显下降。

图 11：2015-2019 年公司三费率



数据来源：Wind，西南证券整理

公司募投项目扩充两大板块产品产能：公司 IPO 募集资金主要用于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）、安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目等，其中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分两期建设：一期投资 4.3 亿元，产品包括阿伏苯宗、水杨酸甲酯、香豆素、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯；二期投资 1.6 亿元。一期项目产品除阿伏苯宗为扩产项目外，其他均为新建产品线，均属于合成香料或防晒剂，具有下游客户的一致性。其中，香豆素是一种合成香料，具有新鲜干草香和香豆香，是香料香精行业中不可缺少的重要原料之一。水杨酸

苧酯是一种用途广泛的合成香料，广泛用作花香型和非花香型香精的稀释剂和定香剂，同时又是一种良好的紫外线吸收剂，对皮肤无刺激，安全性好，是一类理想的防晒剂。水杨酸正己酯是日用香料的定香剂，也用作烟草香精，是配制素心兰、康乃馨、馥奇等花香型香精的修饰剂。Directive 76/768/EEC

表 2：公司募投项目

序号	项目名称	项目总投资额(万元)	拟使用募集资金额(万元)	项目备案情况
1	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)	43,000.00	43,000.00	马发改秘〔2018〕64 号
2	安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目	6,160.00	6,160.00	马慈经发〔2018〕303 号
3	偿还公司及子公司银行贷款	10,000.00	10,000.00	-
4	补充流动资金	5,000.00	5,000.00	-
合计		64,160.00	64,160.00	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

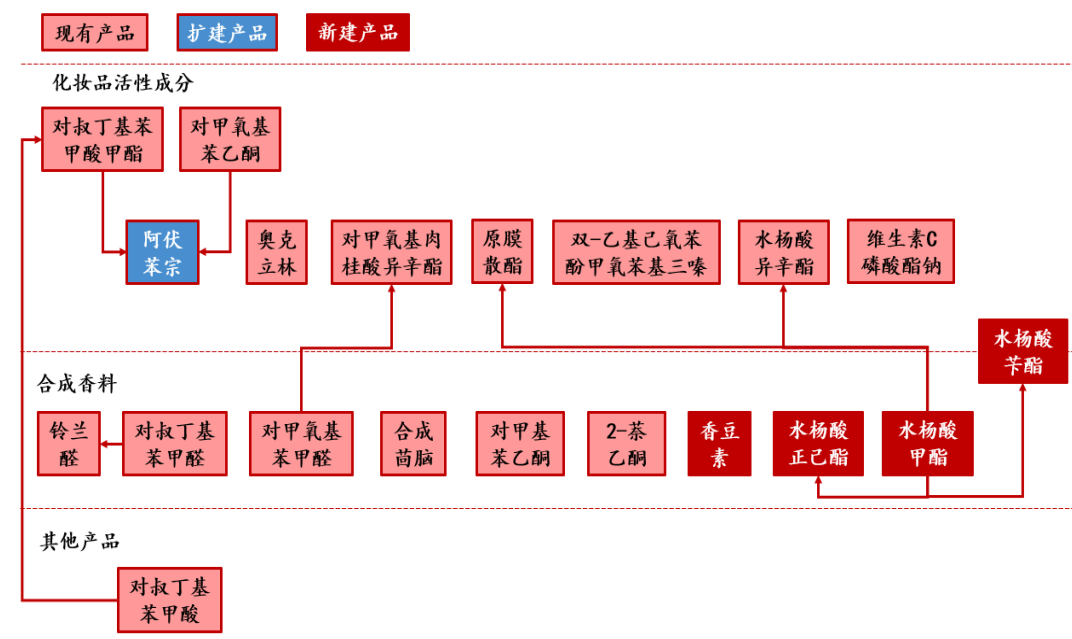
表 3：募投项目一期具体产能

产品类别	产品名称	产能 (吨/年)	备注
主要产品	香豆素	2,000	
	阿伏苯宗	2,000	
	水杨酸苧酯	1,500	
	水杨酸正己酯	1,500	
	水杨酸甲酯（冬青油）	8,000	主要为自用，小部分对外销售

数据来源：招股说明书，西南证券整理

新建产能助力公司充分实现产业链一体化，增强盈利能力与抗风险能力：公司现有业务之间存在上下游的关系，其防晒剂的主要产品阿伏苯宗的中间体为对叔丁基苯甲酸甲酯及对甲氧基苯乙酮，公司通过采购原材料异丁烯、甲苯、甲醇、三氯化铝、苯甲醚等有能力自行生产这两种主要中间体，同时对甲氧基苯乙酮也是公司成立初期主要产品之一；公司的对叔丁基苯甲酸酯产品也是其主要香精香料业务铃兰醛的重要中间体。新建项目中的水杨酸甲酯是公司产品水杨酸异辛酯与原膜散酯的重要中间体，其采购与委托加工费用为 2019 年总营业成本的 12.8%，且近年来涨价明显；除此以外，它也是公司新建业务水杨酸正己酯与水杨酸苧酯的原材料。随着新建项目的投产与供需关系紧张，水杨酸甲酯价格与公司对其需求将进一步增长，自建水杨酸甲酯将推进公司产业链一体化，加强供应链稳定性。

图 12：公司主要产品及生产关系



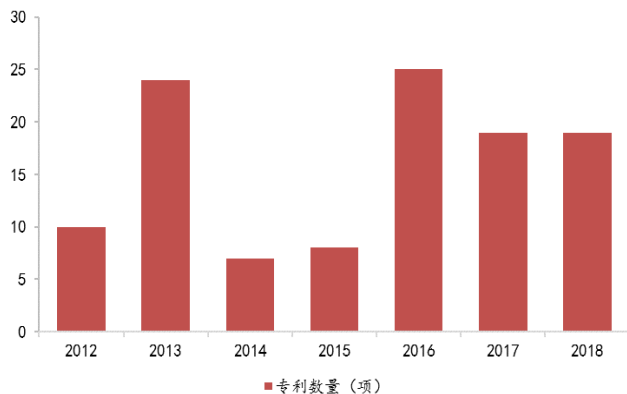
数据来源：Wind，西南证券整理

2 多项优势构建公司盈利护城河

2.1 技术深耕与环保优势保证公司可持续发展

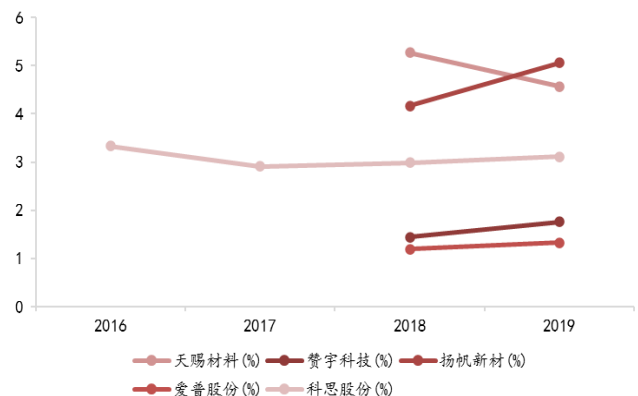
公司拥有深厚技术储备：公司以技术创新为基础，实行“前沿技术研究、在研产品开发、在产持续优化”的产品研发策略，研发中心密切关注行业发展及前沿技术，除对量产产品不断优化升级之外，还实施了多项新产品开发项目。经过多年的技术研发和生产技术积累，公司已经形成了自己的核心技术和特色生产工艺，如**脱色-薄膜蒸馏纯化技术、高效循环节能技术、高选择性加氢技术、绿色氧化反应技术、相界面反应技术、Friedel-Crafts 烷基化/酰基化反应技术**等。截至 2019 年公司已形成了 112 项专利技术(其中包括 22 项产品发明专利)，涵盖公司大部分产品如对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、阿伏苯宗、原膜散酯等的制备工艺和生产设备，完成了多个项目的工艺技术改进，提升了企业的核心竞争力。公司研发和生产的 6 个防晒剂产品被马鞍山市科学技术局认定为高新技术产品，4 个产品被江苏省科学技术厅认定为高新技术产品。公司研发的“铃兰醛及中间体绿色工艺的研发及产业化”项目分别荣获宿迁市科学技术一等奖、江苏省科学技术三等奖。近四年公司研发费用率保持在 3% 左右，且在行业中处于中游水平；实际上公司 2019 年研发费用为 3422.1 万元，2018 年研发费用 2910.3 万元，同比增加 17.6%。

图 13: 2012-2018 年公司新增专利数量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 2016-2019 年公司研发费用同业对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

行业环保治理趋严: 公司所处大行业为精细化工品行业, 是我国化工行业的重要独立分支和新经济增长点, 但精细化工行业在生产过程中存在一定污染, 对环保的要求相对较高, 并受环保部门监管。自 2006 年以来, 国务院、工业和信息化部等部门颁发的各项规划纲要重点强调了对于精细化工行业的产业升级、绿色转型及环保治理。在国内环保要求不断提高的趋势, 行业中的中小企业正在经历逐步淘汰的过程。

公司绿色工艺确保清洁生产: 公司自设立以来就十分注重环境保护, 依据清洁生产的设计理念设计、建设了工厂的生产装置和污水、废气处理装置, 确保污水、废气的排放符合国家标准。公司拥有包括活性炭吸附、水洗、碱洗、光触媒、RTO 型蓄热式热力焚烧炉在内的废气处理系统, 和包含微电解、化学氧化、厌氧处理、好氧处理等工艺在内的污水处理系统; 子公司宿迁科思还建设了 5000 吨/年的危险废物焚烧炉, 用于公司蒸(精)馏残渣、废活性炭、废弃包装物等可焚烧危险废物的处置, 大大减轻公司危险废物的处置压力。公司建设的四套 RTO 蓄热式热力焚烧炉废气处理装置, 用于生产车间、污水站、罐区等 VOCs 有组织废气的治理, 综合去除效率达到 98% 以上。

2.2 与多家国际客户展开合作关系

高标准供应商认证要求, 行业进入壁垒高: 公司主要客户群体集中在欧美地区, 2007 年欧盟正式实施化学品监管法规《化学品注册、评估、许可和限制》

(Registration, Evaluation, Authorization and Restriction of Chemicals, REACH), 要求进入欧洲市场的任何化学品都必须根据该法规进行注册; 美国食品药品监督管理局 (FDA) 负责确保美国在售化妆品的安全, 被 FDA 认定为化妆品按照非处方药监管的活性成分还需要面对 FDA 的现场检查, 并在生产管理、质量控制、环保设施等方面通过 FDA 审核后才能够继续向美国客户提供对应产品。

公司已获得国内外多项体系认证: 质量管控既是公司的核心工作之一, 也是公司开拓市场, 建立与国际大客户合作关系的基础。公司子公司安徽圣诺贝、宿迁科思、宿迁杰科均通过了北京新世纪检验认证有限公司认证的 GB/T19001-2016/ISO9001:2015 质量管理体系标准, 公司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。

表 4：公司子公司质量管理体系标准明细

序号	资质主体	证书名称	认证内容	颁发日期	有效期至
1	宿迁科思	质量管理体系 认证证书	对甲氧基苯甲醛(非食品添加剂用途)、对甲氧基苯乙酮、对甲基苯乙酮、维生素 C 磷酸酯钠、2-萘乙酮、对叔丁基甲苯、对叔丁基甲酸、铃兰醛、对甲氧基苯甲醇、3-(4-甲基苯亚甲基)樟脑、5-(2-乙酰氧基)乙基-2-吡咯烷酮、反式大茴香脑的研发、生产和销售	2019.1.16	2022.1.14
2	宿迁杰科	质量管理体系 认证证书	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸甲酯的研发、生产、销售	2019.1.16	2022.1.20
3	安徽圣诺贝	质量管理体系 认证证书	防晒类化妆品中间体:对叔丁基苯甲酰基-对甲氧基苯乙酮(AVB)、对甲氧基肉桂酸异辛酯(OMC)、对甲基苯甲基樟脑(MBC)、奥克立林(OCT)、3,3,5-三甲基环乙醇水杨酸酯(HMS)、水杨酸异辛酯(OS)、双乙基乙氧苯酚甲氧基苯基三嗪(108)、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚(109)和苯基苯并咪唑磺酸(HS)的设计开发、生产和销售	2019.2.1	2022.1.2

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司的化妆品活性成分及其原料主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克等化妆品公司和专用化学品公司，合成香料客户包括德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名的香料香精公司和口腔护理品公司。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。公司下游客户具有行业壁垒高、供应商筛选严格、合作稳定等特点，导致进入该行业是一个循序渐进的过程；并且出于对质量的把控，客户也会从小批量采购开始，在产品质量经受住时间考验之后再逐步放大订单。但同时，下游客户采购具有集中化的特点，除非出现质量问题不会轻易更换。公司经过长期研发积累和市场培育，开始凭借较好的技术水平、稳定的产品质量和显著的成本优势进入到国际化妆品行业的采购体系。

图 15：公司两大产品板块主要客户

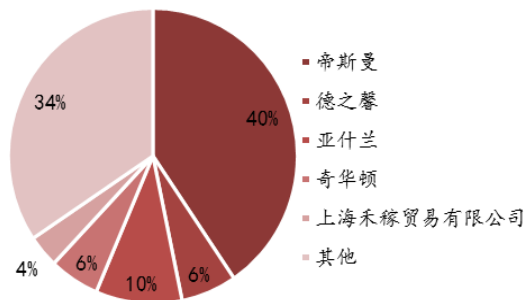


数据来源：Wind，西南证券整理

公司的第一大客户是荷兰皇家帝斯曼集团，2018 年与 2019 年为公司贡献收入 4.2 亿与 4.5 亿，占比分别为 43.1%与 40.5%。帝斯曼集团在全球范围内活跃于健康、营养和材料领域。帝斯曼拥有生命科学和材料科学领域的专长，并运用两者的独特结合不断推动经济繁荣、环境改善和社会进步，为所有利益相关方创造可持续的价值。在健康、营养领域中，主要包含动物健康营养、个人健康营养和个人护理三大板块，公司销售的化妆品活性成分主要应用于帝斯曼的个人护理板块。帝斯曼 2019 年营收为 90.1 亿欧元，EBITDA 为 15.9 亿欧元，主要收入来源于健康、营养板块。

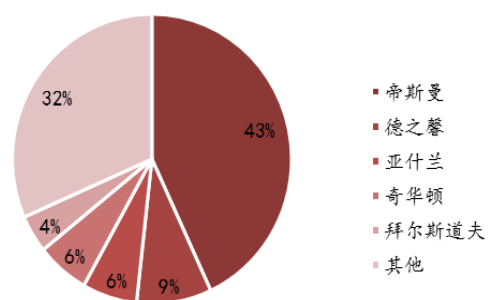
公司第二大客户是德之馨。集团于 2003 年由 Haarmann&Reimer 和 Dragoco 两家公司合并而来，其历史最早可追溯至 1874 年。德之馨的业务主要分为 3 大板块，即香料香精、营养品、个人护理。2019 年，德之馨营业收入为 34.1 亿欧元，EBITDA 为 7.1 亿欧元。虽然德之馨是公司香精香料领域的主要客户，但同时德之馨能够提供原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等产品，在防晒剂领域与公司形成竞争。

图 16：2019 年公司主要客户销售金额占比



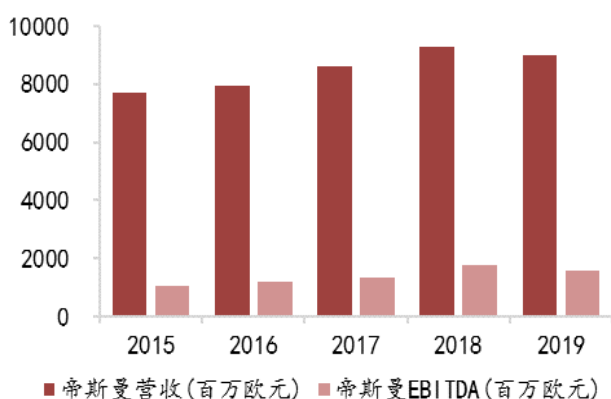
数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2018 年公司主要客户销售金额占比



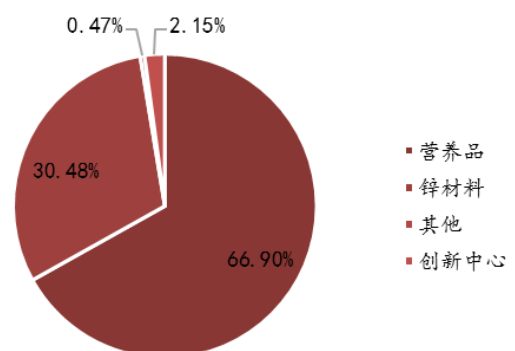
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2015-2019 年帝斯曼营收与 EBITDA



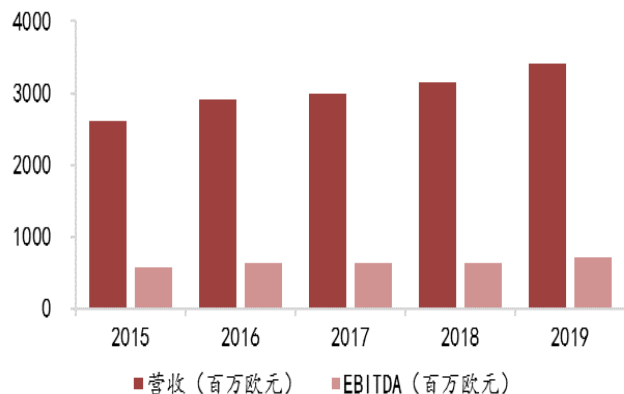
数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：2019 年帝斯曼分业务营收占比



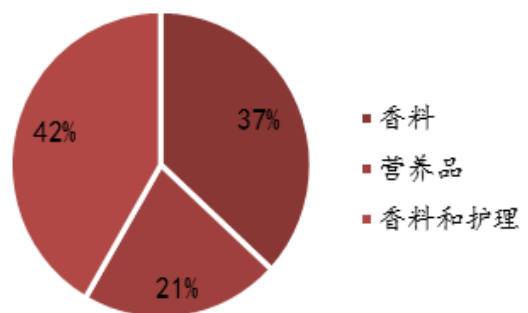
数据来源：Wind，西南证券整理

图 20: 2015-2019 年德之馨营收与 EBITDA



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 2019 年德之馨分业务营收占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

签订独家采购协议, 巩固长期合作关系: 2015 年初, 公司与帝斯曼开始深入商谈防晒剂产品购销事宜, 并于 2015 年 7 月签订关于奥克立林、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。同时, 在双方商谈和交流过程中, 了解到双方均在进行新型广谱紫外线吸收剂 P-S 产品 (双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪) 的工艺开发, 帝斯曼还开展了另一种新型广谱紫外线吸收剂 P-M 产品 (2,2'-亚甲基双〔6-(苯并三唑-2-基)-4-叔辛基苯酚〕) 的开发, 未来市场前景广阔, 于是双方启动了合作研发事宜的商谈, 并于 2015 年下半年起陆续开展了一系列工艺开发、验证等工作。2017 年, 公司与帝斯曼签订为期十年的采购协议, 规定 2017 年至 2019 年末, 帝斯曼至少向公司采购 P-S 产品 630 吨, 若达到最低采购量, 则独家采购和供应义务自动延续一年, 如果 2019 年底前 P-S 产品总计销售未达到 630 吨, 则发行人的独家供应义务至 2019 年末终止。在 2020 年至 2023 年期间, 双方亦约定了最低采购量及相应的独家采购和供应义务自动延续条款。2024 年 1 月 1 日至 2027 年 2 月 28 日转为非独家供应, 除非双方书面确认独家供应续期。

公司经过长周期认证建立稳定大客户关系, 海外直销渠道贡献主要销售业绩: 2017-2019 年, 公司的营业收入主要来自于海外的直销客户。2017 年、2018 年和 2019 年公司产能分别为 32140 吨、34740 吨和 38560 吨, 公司通过与全球大型客户日益加深合作, 产销量持续增长, 三年产量分别为 25053.8 吨、28939.0 吨和 30310.9 吨, 销量 (含自用量) 分别为 25081.8 吨、28264.6 吨和 28452.2 吨, 产能利用率和产销率保持较高水平。随着公司产品市场推广和产能利用率的稳步提升, 公司产品市场份额逐年扩大, 两项主要业务营收保持稳定增长。公司还通过新产品开发增加产品线, 报告期内合成茴脑、P-S 等产品的销售大幅增长, 增加了公司主营业务收入。

图 22：公司 2016-2020H1 主营产品收入及增速

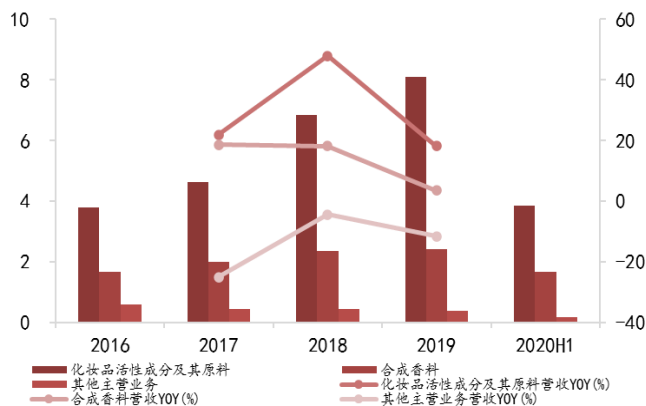


图 23：公司 2017-2019 年产能、产量、销量

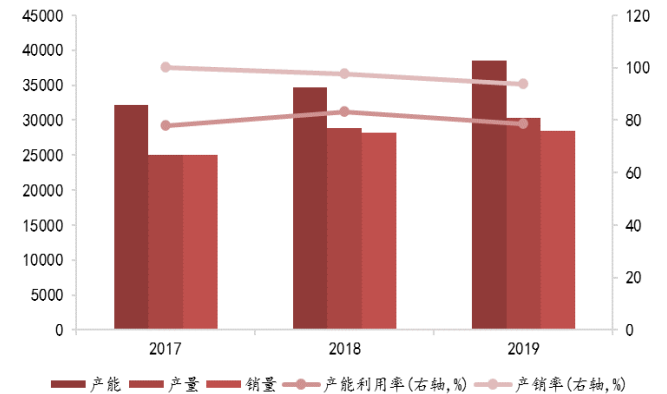


图 24：2017-2019 年境内外营收占比

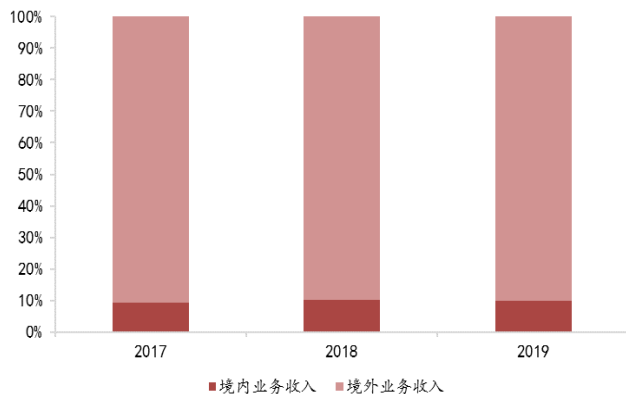
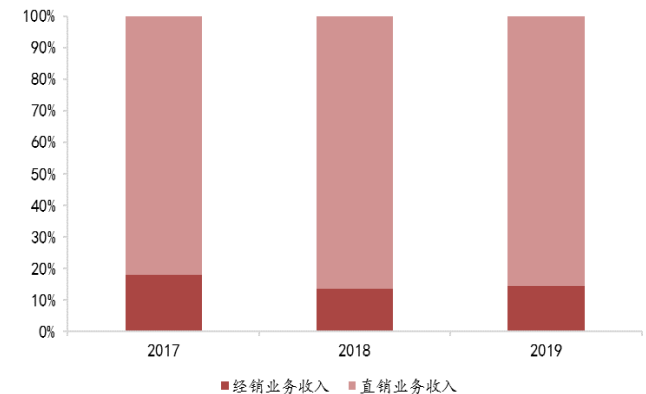


图 25：2017-2019 年直销营收占比



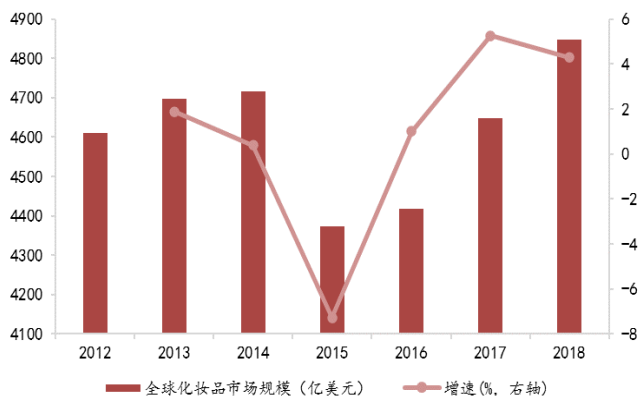
3 下游高增速带动公司化妆品活性成分业务快速发展

3.1 全球化妆品市场规模增长态势继续，中国市场发展潜力巨大

公司化妆品活性成分及其原料类产品所处行业的下游行业为防晒化妆品行业，而防晒化妆品行业又是化妆品制造业中重要的细分市场之一。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，其需求变化直接决定了上中游行业的发展状况。

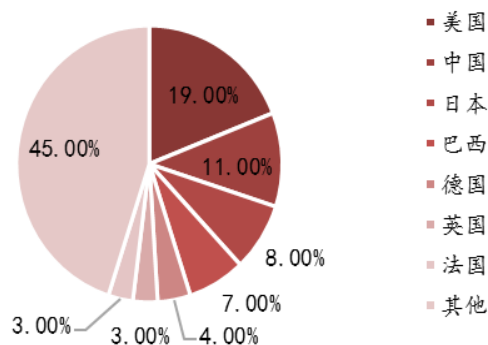
全球化妆品市场规模波动增长，美国市场份额占比最高：2013-2017 年，全球化妆品市场规模增速波动幅度较大，2013-2015 年，受到全球经济复苏乏力的影响，化妆品行业增速逐年下降，由于欧元区需求持续不振及主要化妆品市场之一巴西出现大幅经济衰退，2015 年全球化妆品市场规模降幅达到 7.3%，市场规模降至 4372.3 亿美元；伴随全球经济回暖，化妆品市场规模逐步爬升，2018 年全球化妆品市场规模达到 4848.2 亿美元，同比增长 4.3%，根据 Euromonitor 预测，2021 年全球化妆品市场规模有望增至 4871 亿美元。从各地区化妆品市场规模来看，美国化妆品市场占比最大，2017 年达到 19%，中国、日本紧随其后，占比分别为 11% 和 8%，预计到 2025 年，中国、日本、印度、巴西、美国将是全球化妆品行业前五大需求市场。

图 26：2012-2018 年全球化妆品市场规模及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

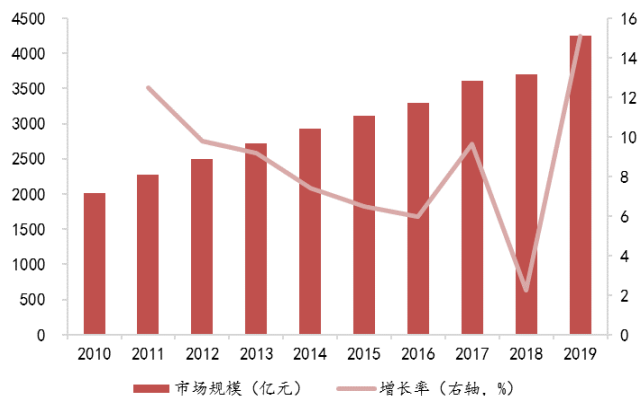
图 27：2017 年全球化妆品市场份额



数据来源：招股说明书，西南证券整理

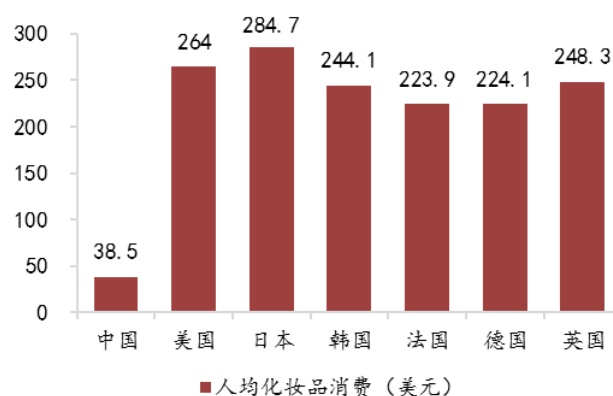
中国化妆品市场未来潜力巨大：与全球化妆品市场表现出的大幅波动略有不同，2010-2019 年，我国化妆品市场规模一直保持增长的态势，2019 年，国内化妆品市场规模达到 4256 亿元，同比增速为十年以来最高，达到 15.1%；国内化妆品人均消费与发达国家之间存在巨大差距：2017 年，我国人均化妆品消费仅为 38.5 美元，与美国的 264 美元相差甚远，仅为人均消费第一名日本的 13.5%，说明我国化妆品市场存在巨大的增长潜力。未来随着我国城镇化的不断深入、收入水平的提升以及化妆品消费习惯的培育，化妆品市场规模将会进一步扩大。

图 28：2010-2019 年中国化妆品市场规模及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

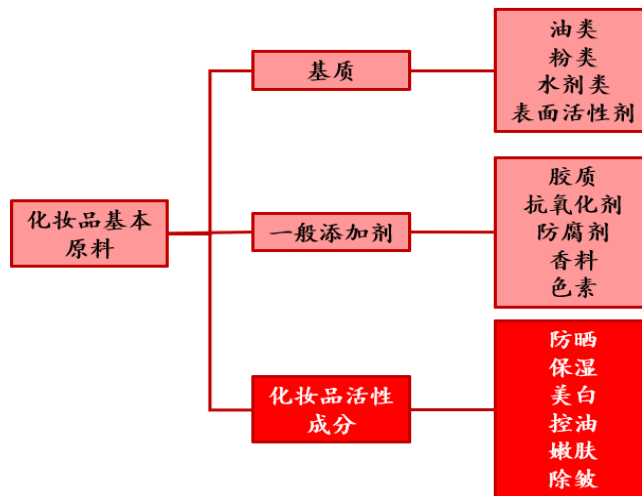
图 29：2017 年全球各国人均化妆品消费



数据来源：招股说明书，西南证券整理

下游化妆品需求增长叠加消费结构升级，活性成分市场前景广阔：化妆品原料包括基质原料和化妆品添加剂两个部分，其中基质原料是化妆品的主要原料，一般包括油性原料、粉质原料及溶液类原料，而添加剂则是化妆品的功能成分。添加剂除了胶质、抗氧化剂、防腐剂等一般添加剂外，还包括防晒、保湿、美白、控油等活性成分。随着收入水平的提高，消费者的消费结构不断升级，对于化妆品、化妆品活性成分都提出了更多、更高的要求，这一趋势为化妆品活性成分带来了更大的市场空间。

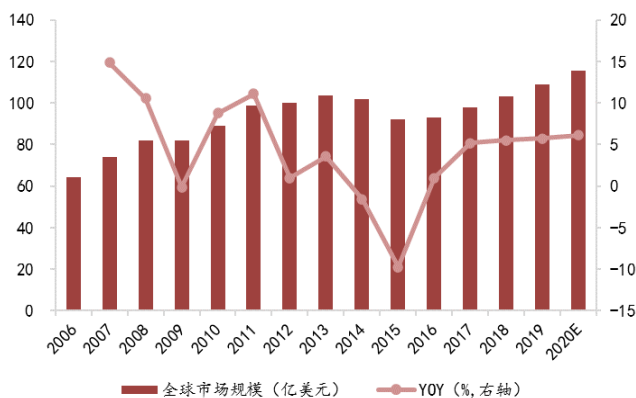
图 30：化妆品原料行业下游



数据来源：公司招股书，西南证券整理

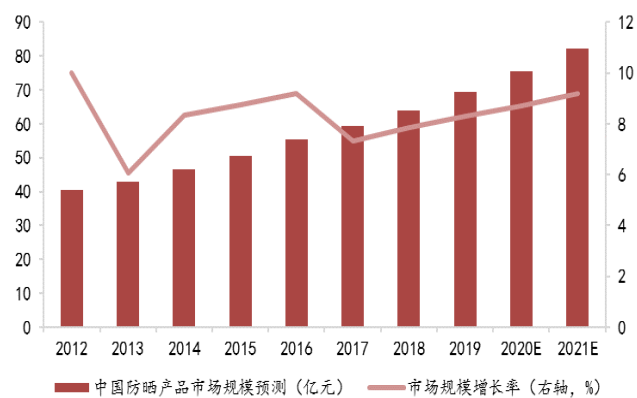
防晒化妆品是全球化妆品工业的发展热点，中国防晒化妆品市场规模快速提升。作为化妆品最重要的细分市场之一，防晒化妆品近年来逐渐成为全球化妆品工业的发展热点，科学研究表明，紫外线的直接照射会导致人的皮肤变黑、老化甚至受到一定程度的损伤。近些年来，随着相关护肤、化妆和保养知识的日益丰富和事前预防观念的不断增强，更多的消费者也开始愈发注重防晒化妆品的日常使用；另外，随着生活水平的提高，消费者的防护概念也已经从面部的保护发展到对暴露于日光的人体其他部位的保护，防晒化妆品的市场需求将持续上升。从市场规模来看，全球防晒类化妆品的走势与整个化妆品市场一致，预计 2020 年全球防晒化妆品市场规模将达到 115.7 亿美元；国内防晒化妆品的增速则表现出新兴市场的发展特征，预计 2021 年市场规模将达到 14.1 亿元，增速为 12.2%。

图 31：2006-2020E 年全球防晒类化妆品市场规模及增速



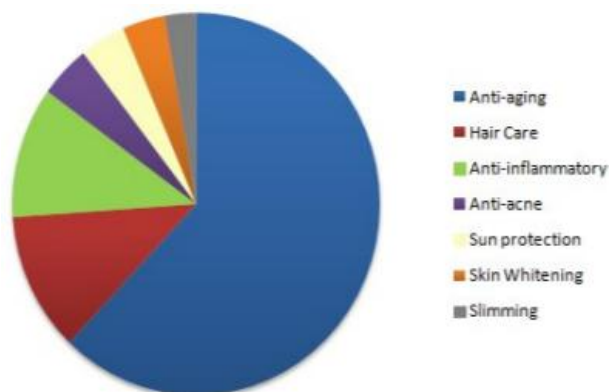
数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：2017-2021E 年中国防晒类化妆品市场规模及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 33：2010 年欧美市场不同功能化妆品份额

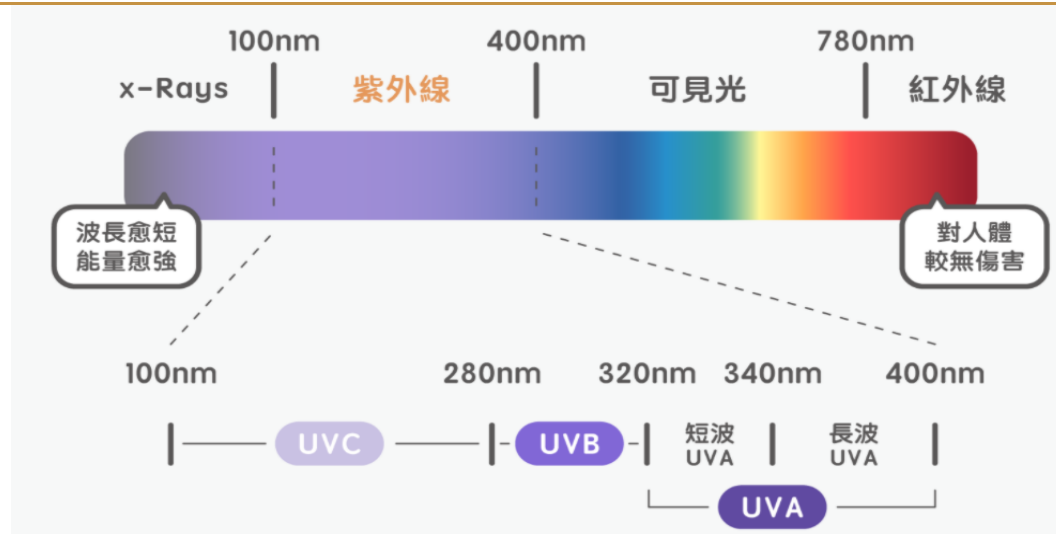


数据来源：Kline，西南证券整理

防晒剂分为物理与化学防晒剂：物理防晒剂又称物理屏蔽剂，其主要是通过二氧化钛 (TiO₂)、氧化锌 (ZnO) 等无机粒子，均匀涂布在皮肤表面，形成一层均匀的保护层，通过该保护层对紫外线的反射、折射和散射作用，屏蔽掉部分紫外线对皮肤的伤害。物理防晒剂的优点是不会被皮肤吸收，也不会引起过敏，更温和。氧化锌还有一定的抗炎作用，故儿童、易受刺激的皮肤，建议使用以无机防晒剂为主的防晒产品；**化学防晒剂又称为紫外线吸收剂**，可以通过选择性吸收日光中的紫外线而起到对皮肤的防晒作用。化学防晒剂吸收紫外线是通过吸收紫外辐射的光子，并转化成化学防晒剂分子的振动能或热能，是一种光物理现象。

波长不同的 UVA 与 UVB 均会对皮肤造成伤害：按照波长范围，紫外线可以分为 UVA、UVB 与 UVC 三种，穿透力与波长呈正比关系。由于大气层的存在，UVC 已经被完全遮挡，但大概 5% 的 UVB 与 95% 的 UVA 将直接到达地面，对人体皮肤产生伤害。UVB 会对皮肤的表皮层部位造成损伤，出现晒红、晒伤等皮肤状况，长期直晒也会造成皮肤癌；按照波长 UVA 可以分成长波与短波 UVA，长波 UVA (UVA-I) 将对真皮层造成伤害，表现为晒黑及老化，而短波 UVA (UVA-II) 伤害力次于长波，将损伤表皮层深处。

图 34：紫外线按照波长分类



数据来源：MedPartner 美的好朋友，西南证券整理

各类化学防晒剂覆盖波段不一, SPF 与 PA 是衡量防晒剂对 UVB 与 UVA 防御能力的关键指标: 从欧盟的化妆品防晒剂名单来看 (欧盟与中国对于化妆品防晒剂的准许名单一致), 各类防晒剂针对的波长不尽相同。SPF, 即 Sun Protection Factor, 用来测量防晒剂对阳光中紫外线 UVB 的防御能力, $SPF = \text{最低红斑剂量 (用防晒用品后)} / \text{最低红斑剂量 (用防晒用品前)}$; PA 即 Protection of UVA-1, 它的程度是以+, ++, +++三种强度来标示, “+”字越多, 防止 UVA-1 的效果就越好。

表 5: 欧盟化妆品化学防晒剂准许名单

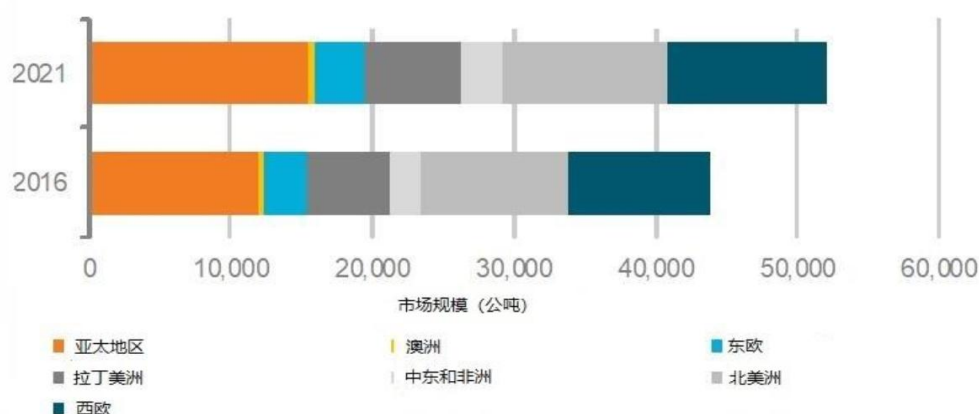
防护波段	名称	名称 (英文)	最大允许添加量
290-380nm	3-亚苄基樟脑	3-Benzylidene camphor	2%
	4-甲基苄亚基樟脑	3-(4'-Methylbenzylidene)-dl- camphor	4%
280-350nm	二苯酮-3	Oxybenzone (INN)	10%
	二苯酮-4 二苯酮-5	2-Hydroxy-4-methoxybenzophenone-5-sulfonic acid and its sodium salt	总量 5% (以酸计)
290-380nm	亚苄基樟脑磺酸及其盐类	Alpha-(2-oxoborn-3-ylidene)-toluene-4-sulfonic acid and its salts	总量 6% (以酸计)
290-370nm	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	2,2' -(6-(4-Methoxyphenyl)-1,3,5-triazine-2,4-diyl)bis(5-((2-ethylhexyl)oxy)phenol)	10%
320-400nm	丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷	1-(4-Tert-butylphenyl)-3-(4-methoxyphenyl) propane-1,3-dione	5%
	樟脑苯扎铵甲基硫酸盐	N,N,N-trimethyl-4-(2-oxoborn-3-ylidenemethyl) anilinium methyl sulfate	6%
320-400nm	二乙氧羰基苯甲酰基苯甲酸己酯	Benzoic acid, 2-(4-(diethylamino)-2-hydroxybenzoyl)-, hexyl ester	10%
280-320nm	二乙基己基丁酰胺基三嗪酮	Benzoic acid, 4,4' -(((6-(((1,1-dimethylethyl) amino) carbonyl)phenyl)amino) 1,3,5-triazine-2,4-diyl)diimino)bis-, bis-(2-ethylhexyl) ester	10%
290-370nm	苯基二苯并咪唑四磺酸酯二钠	Disodium salt of 2,2' -bis-(1,4-phenylene)1H benzimidazole-4,6-disulfonic acid	10% (以酸计)
290-380nm	甲酚曲唑三硅氧烷	Phenol, 2-(2H-benzotriazol-2-yl)-4-methyl-6-(2-methyl-3-(1,3,3,3-tetramethyl-1-(trimethylsilyl)oxy)-disiloxanyl)propyl	15%
	二甲基 PABA 乙基己酯	4-Dimethyl amino benzoate of ethyl-2-hexyl	8%
290-320nm	甲氧基肉桂酸乙基己酯	2-Ethylhexyl 4-methoxycinnamate	10%
290-330nm	水杨酸乙基己酯	2-Ethylhexyl salicylate	5%
280-330nm	乙基己基三嗪酮	2,4,6-Triamino-(p-carbo-2'-ethylhexyl-1'-oxy)-1,3,5-triazine	5%
295-315nm	胡莫柳酯	Homosalate (INN)	10%
290-320nm	对甲氧基肉桂酸异戊酯	Isopentyl-4-methoxycinnamate	10%
280-400nm	亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚	2,2' -Methylene-bis(6-(2H-benzotriazol-2-yl)-4-(1,1,3,3-tetramethyl-butyl)phenol)	10%
280-350nm	奥克立林	2-Cyano-3,3-diphenyl acrylic acid, 2-ethylhexylester	10% (以酸计)
280-320nm	PEG-25 对氨基苯甲酸	Ethoxylated ethyl-4-aminobenzoate	10%

防护波段	名称	名称 (英文)	最大允许添加量
290-340nm	苯基苯并咪唑磺酸及其钾、钠和三乙醇胺盐	2-Phenylbenzimidazole-5-sulfonic acid and its potassium, sodium, and triethanolamine salts	总量 8% (以酸计)
	聚丙烯酰胺甲基亚苄基樟脑	Polymer of N-[(2 and 4)-[(2-oxoborn-3-ylidene)methyl]benzyl] acrylamide	6%
290-340nm	聚硅氧烷-15	Dimethicodiethylbenzalmalonate	10%
	对苯二亚甲基二樟脑磺酸及其盐类	3,3'-(1,4-Phenylenedimethylene)bis(7,7-dimethyl-2-oxobicyclo-[2.2.1]hept-1-yl-methanesulfonic acid) and its salts	总量 10% (以酸计)

数据来源: REGULATION (EC) No 1223/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 30 November 2009 on cosmetic products, 西南证券整理

公司产品防晒剂是防晒化妆品的核心成分,未来防晒剂 CAGR 预计达到 4%:化妆品的防晒功能是通过添加防晒剂实现的,防晒剂主要是指化学吸收剂。在防晒产品市场规模稳步增长的前提下,作为防晒化妆品活性成分的防晒剂市场也随之有了良好的发展。根据 Euromonitor 预计,2016 年至 2021 年,全球防晒剂消耗量将由约 44000 吨增长至约 52000 吨,年均复合增长率约 4%,亚太区域市场将成为全球防晒剂消耗量增长的主要驱动力。

图 35: 按区域划分的全球防晒剂市场规模



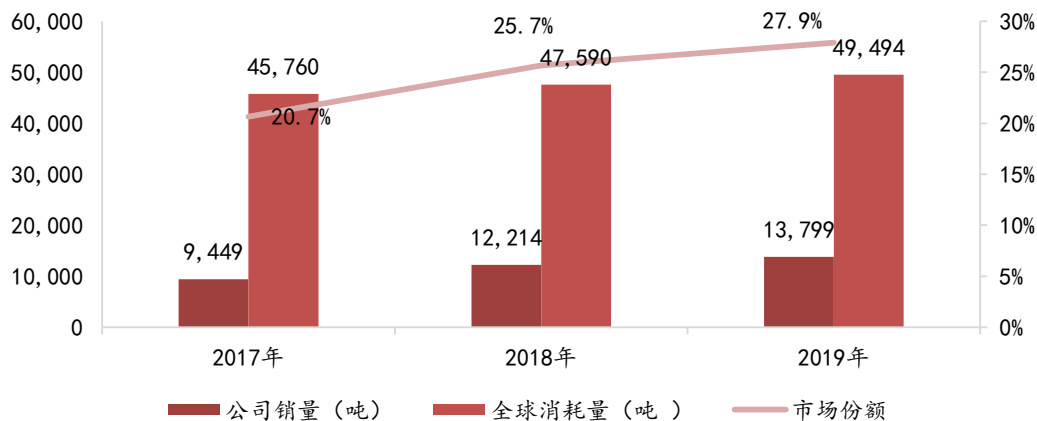
数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

防晒剂行业国外集中度高,国内以公司为代表的少数企业快速发展。全球防晒剂主要生产在国际上以巴斯夫、德之馨等大型跨国公司为主,其在规模、技术、市场等方面均具有传统优势。国内以本公司为代表的少数优势企业经过长期研发积累和市场培育,不断改进生产技术和工艺、提升产品品质、降低产品成本,优化市场渠道与客户服务能力,已经占有了可观的市场份额并持续扩大,形成了良好的发展态势。

公司在全球防晒剂行业内已具备较强市场竞争力,市场份额提升明显。公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一,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。公司在化妆品活性成分行业中的防晒剂领域拥有雄厚的实力,市场占有率和行业地位较高;公司合成香料产品是通过化学合成方法生产的香料,主要在配制成各类香精后用于各类日用化学品中。公司从事合成香料的研发、生产和销售已近 20 年,部分香料产品如 2-萘乙酮、铃兰醛等在国际市场上具有较强的竞争力。防晒剂市场,报告期内公司产品产销量一直保持着较高的增长速度,公司已具备了较强的市场竞争力,与众多优

质客户长期合作，市场占有率快速提高。根据 Euromonitor 预计，2016 年至 2021 年，全球防晒剂消耗量将由约 44,000 吨增长至约 52,000 吨，年均复合增长率约 4%。假设 2017 年、2018 年、2019 年全球防晒剂消耗量均较上年复合增长 4%，则公司最近三年防晒剂产品市场份额情况如下：

图 36：公司防晒剂市场份额情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.2 公司防晒剂需求旺盛

3.2.1 阿伏苯宗供不应求，募投项目突破产能瓶颈

阿伏苯宗 (AVB) 是一种主要的紫外线 UVA 防晒剂，是一种广谱紫外线吸收剂，可以吸收 UVA320-400nm 波段，可以阻隔一些 UVA-I，但对于 UVA-II 效果微弱，几乎不吸收可见光，具有吸收率高、无毒、无致畸，对光和热的稳定性好等优点。AVB 广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，也可作为由于光敏性而变色的产品的抗变色剂。

原材料自供与相关技术提升成本优势：对甲氧基苯乙酮 (MAP) 常用于高级化妆品和皂用香精中，在肥皂中有很高的稳定性，亦可作果实食品香精，同时也是 AVB 的重要中间体。MAP 是公司初期生产的主要产品之一，现阶段不外售，用于阿伏苯宗的生产和有机合成。公司多项核心技术涉及到 AVB 与 MAP，产品品质得到保障。

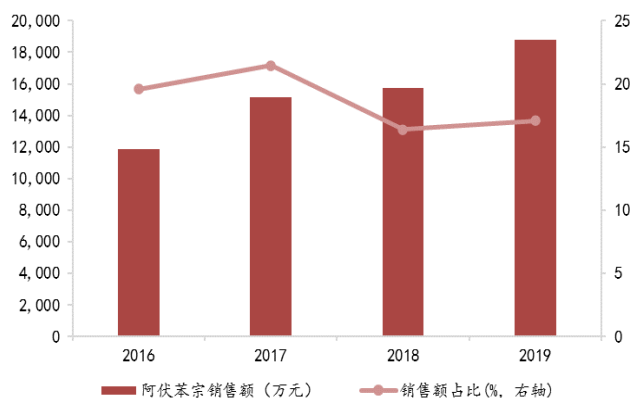
表 6：阿伏苯宗及对甲氧基苯乙酮涉及到的核心技术

技术名称	研发方式	产品	技术类型	备注
Friedel-Crafts 酰基化反应技术	自主研发	对甲氧基苯乙酮	非专利技术	公司致力于 Friedel-Crafts 酰基化反应的研究，在减少催化剂用量、催化剂副产化、提高产品选择性等方面取得了较大的突破，于 2001 年 9 月开始应用于合成香料产品 2-萘乙酮及防晒剂中间体对甲氧基苯乙酮的生产
亚甲基缩合反应技术	自主研发	阿伏苯宗	专利技术	技术于 2012 年 5 月应用于防晒剂产品阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯和防晒剂中间体依托立林的生产
醚化反应技术	自主研发	对甲氧基苯乙酮	非专利技术	酚类化合物的醚化反应技术于 2009 年 5 月应用于对甲氧基苯甲醛生产

数据来源：招股说明书，西南证券整理

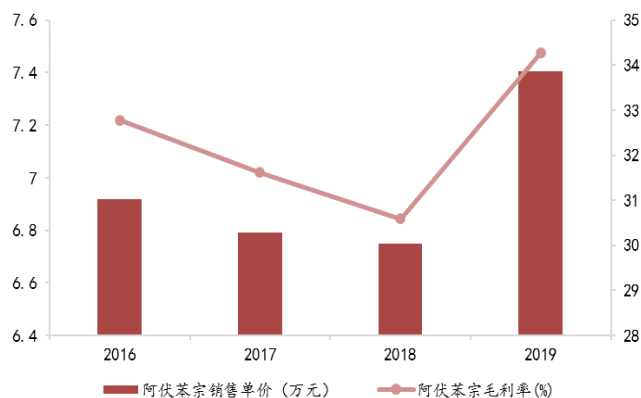
2019 年，阿伏苯宗销售额为 1.9 亿元，为公司贡献了 17.1% 的营业收入。阿伏苯宗毛利率与其销售单价变动趋势基本一致：2017 年阿伏苯宗销售毛利率为 31.6%，较 2016 年略有下降，主要原因是根据公司市场策略，2017 年阿伏苯宗降价销售，平均销售单价较 2016 年下降 1.9% 所致。2018 年，阿伏苯宗销售毛利率为 30.6%，较 2017 年略有下降，主要是甲苯等原材料成本上升所致。2019 年，阿伏苯宗销售毛利率为 36.60%，较 2018 年度增加 6.01 个百分点，主要是 2019 年初公司考虑前期材料价格上涨等因素，提高阿伏苯宗产品销售价格。

图 37：2016-2019 阿伏苯宗销售额及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：2016-2019 阿伏苯宗销售单价及毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

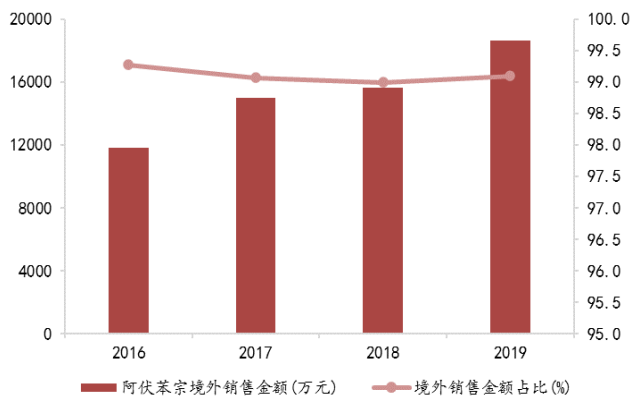
图 39：2015-2020 年甲苯和原油价格



数据来源：Wind，西南证券整理

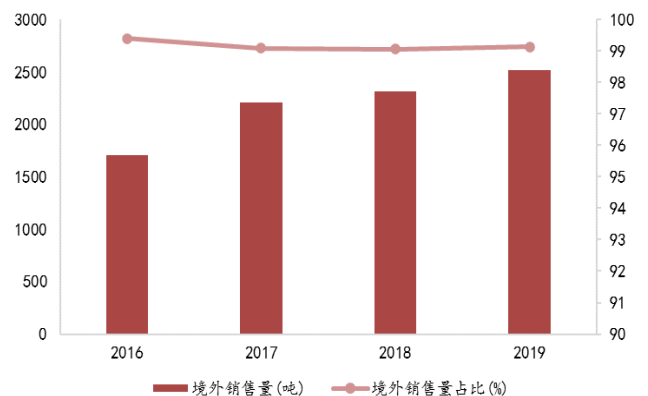
阿伏苯宗的境外销售金额和销量以外贸为主，2016 年境外销售金额占比达到总营业收入的 99.3%，2019 年为 99.1%；产品销售量 99% 左右由海外客户贡献，主要包括帝斯曼、拜耳斯道夫、欧莱雅与强生。

图 40: 2016-2019 阿伏苯宗境外销售金额及占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 41: 2016-2019 阿伏苯宗境外销量及占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

2017 年-2019 年, 阿伏苯宗产能利用率分别为 99.34%、99.75%和 98.87%, 产销率分别为 95.57%、99.66%和 109.33%。随着公司产品质量及技术先进性的不断提升, 阿伏苯宗的销售规模将进入持续快速增长的态势, 但公司仅有一条阿伏苯宗生产线, 位于安徽圣诺贝五车间, 且无法与其他产品生产线实现共用或转换, 故生产能力已成为目前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。公司募投项目将增加 2000 吨的阿伏苯宗产能, 将强化公司的规模和成本优势, 提升产品品质, 增强核心竞争力, 进而实现公司可持续发展。

表 7: 募投项目一期具体产能

产品类别	产品名称	产能 (吨/年)	备注
主要产品	香豆素	2,000	
	阿伏苯宗	2,000	
	水杨酸苄酯	1,500	
	水杨酸正己酯	1,500	
	水杨酸甲酯 (冬青油)	8,000	主要为自用, 小部分对外销售

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2.2 广谱防晒剂 P-S 异军突起, 快速放量业绩持续增长

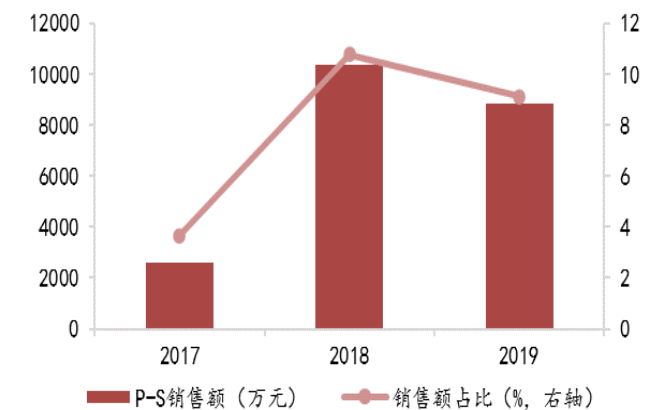
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 是一种新型广谱紫外线吸收剂, 能同时吸收 UVA 和 UVB, 属于化学防晒剂, 具有脂溶性和较高的光稳定性, 与其他化学防晒剂搭配使用, 能显著增加其 SPF 值。同时, 它具有三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大、紫外线吸收率较高的特点, 具有强紫外线吸收性和高耐热性。P-S 的全波段覆盖将提升下游产品的防晒性能, 成为消费者的主流选择。

2016 年度, 公司投资建设 P-S 生产线, 该生产线于 2016 年 7 月开工建设, 2017 年竣工验收并进入试生产阶段, 2017-2019 年, 公司该项产品营业收入分别为 2585.3 万、1.0 亿、8859.3 万元, 占到公司总营业收入的 3.7%、10.8%、9.1%。从价格和毛利率来看, 由于 2017 年度产量较低, 单位产品成本中分摊的固定资产折旧等固定成本较高, 导致 2017 年度该产品销售毛利率为负数。2018 年, 随着 P-S 产品产能的逐步释放, 产量大幅增加, 规模效应

逐步明显，单位成本大幅下降，销售毛利率随之提高。2019 年，P-S 产品的销售毛利率较上年下降 5.6 个百分点，主要是公司根据市场情况调低产品售价，降低了该产品销售毛利率。

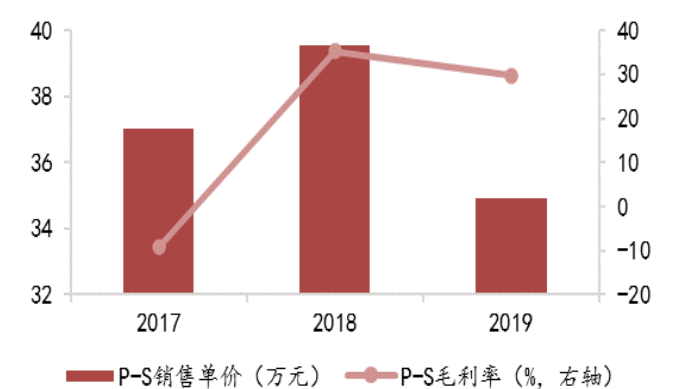
2017-2019 年，P-S 销售量分别为 70.6 万吨、262.0 万吨，253.6 万吨，该产品的销售金额与销售量全部由海外贡献，其下游客户是帝斯曼。P-S 的相关技术是公司于 2015 年合作研发的；2017 年公司与帝斯曼签署 P-S 产品采购协议，约定了产品的最低采购额，该协议有效期为 10 年，同时象征着公司与帝斯曼的合作进一步深化。

图 42：2017-2019 年 P-S 销售额及占比



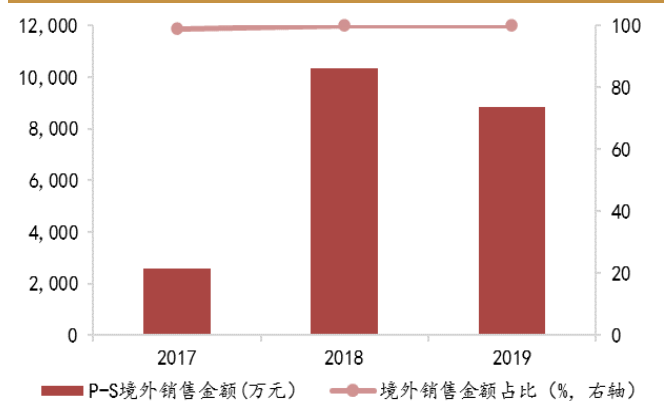
数据来源：Wind，西南证券整理

图 43：2017-2019 年 P-S 销售单价及毛利率



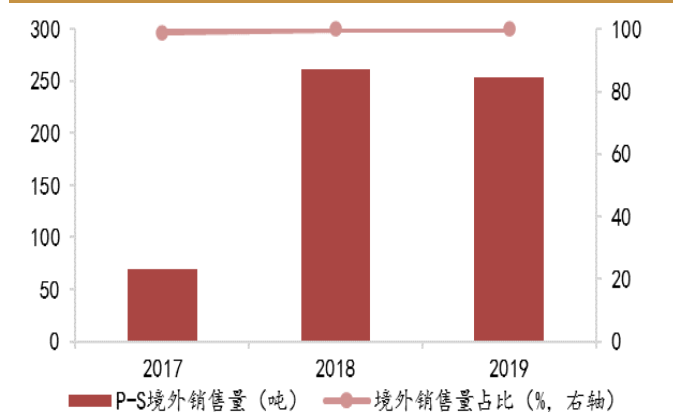
数据来源：Wind，西南证券整理

图 44：2017-2019 年 P-S 境外销售金额及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 45：2017-2019 年 P-S 境外销售量及占比

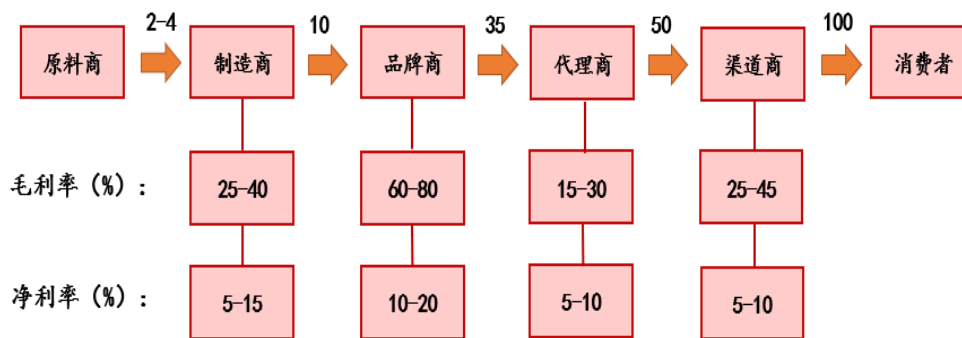


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 公司有望向下游拓展，进军 OEM/ODM 领域

化妆品代工行业稳定性强，有望增加客户黏性：化妆品生产成本在其终端零售价中占比较低（仅为 10% 左右），品牌商、渠道商所承担的广告营销、租金、扣点与人工费用为化妆品流转过程中的主要花费，品牌商可实现 60%-80% 左右的毛利率；生产环节毛利率通常为 25-40%，但生产端客户稳定性较强，成本费用投入也相对固定，整体运营波动较小。

图 46：化妆品产业链

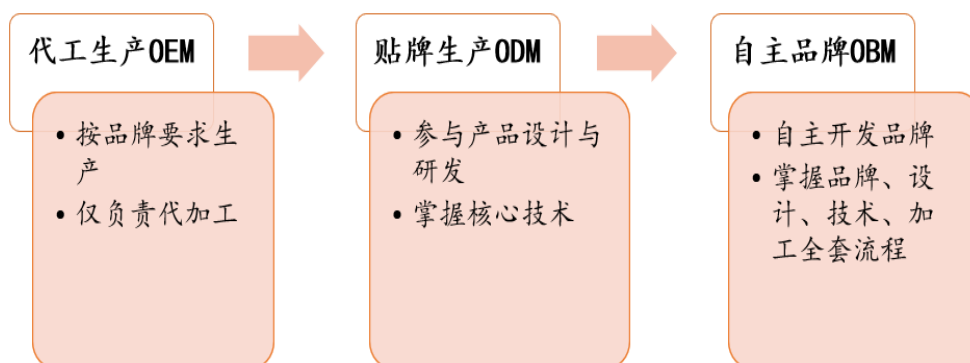


数据来源：青松股份招股书，西南证券整理

化妆品的生产可分为自产、代工两种模式，大品牌自产为主，小品牌代工为主。由于生产环节需要较高的固定资产投资，具有显著的规模效应，通常仅有大型化妆品集团会自建生产基地，用于生产旗下的高端化妆品，小品牌与大众品类通常采用代工模式。国际大集团宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等，均在全球多地设有工厂；国内如上海家化、上海上美、珀莱雅等规模较大的化妆品公司，也设有自己的生产工厂。但随着产品品类逐渐丰富，企业产能扩张慢于市场增长，大部分公司仍会将一些产品交由代工厂生产。

代工模式可细分为 OEM、ODM 与 OBM，三种模式依次对代工厂的要求越来越高。OEM (Original Entrusted Manufacture) 指受托方按照委托方提出产品设计方案进行生产，委托方享有知识产权，受托方不参与产品研发，也不得为第三方提供采用该设计的产品。ODM (Original Design Manufacturer) 则为受托厂商根据品牌商的规格和要求，自行设计和生产产品，品牌商在产品成型后统一买走，在此模式下，代工厂具有核心研发与生产能力，品牌方主要扮演贴牌的角色。近年来，OBM (Original Branding Manufacturing) 模式也逐渐兴起，即代工厂建立自有品牌，自主进行产品的研发与生产，同时直接参与经营市场，这一模式要求工厂需具有一定品牌建设与市场开拓能力。

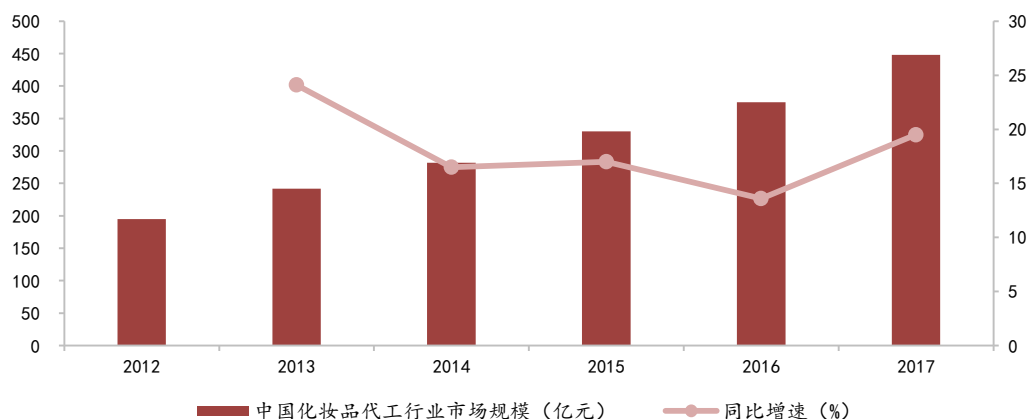
图 47：三种代工模式



数据来源：Wind，西南证券整理

化妆品下游高景气带动上游代加工产业高增，市场规模预计超 500 亿。化妆品品牌端的快速发展带动上游代加工产业进入发展快车道，根据前瞻产业研究院的数据，2012-2017 年中国化妆品代工产业市场规模由 195 亿增长至 448 亿，5 年 CAGR 达到 18.10%。根据 2017 年化妆品代工市场规模占化妆品零售额规模的比例 12% 来测算，预估 2019 年化妆品代加工行业市场规模达到 570 亿左右。

图 48：中国化妆品代加工行业市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

全球范围来看，ODM 龙头效应明显，中国诺斯贝尔跻身龙头行列。全球化妆品代工企业主要包括科丝美诗、韩国科玛、莹特丽、诺斯贝尔等。1) 科丝美诗 (韩国)：主营护肤品和彩妆，在韩国、印尼、美国、上海和广州设有工厂，承接国际业务。2) 韩国科玛 (韩国)：成立于 1990 年，主营护肤品和彩妆，2007 年设立北京工厂并于 2015 年扩建，2016 年建设无锡工厂并于 2018 年投产，深耕中国化妆品市场。3) 莹特丽 (意大利)：主营粉类、唇膏、眼影等彩妆产品，也覆盖有护肤品业务，在意大利、瑞士、美国、中国 (苏州)、马来西亚和巴西等国均设有海外研发中心或工厂。4) 诺斯贝尔 (中国)：主营业务为化妆品研发和生产，品类覆盖面膜、护肤品、湿巾和无纺制品等。

表 8：全球化妆品 ODM 龙头基本情况

企业	所属国家	主营种类	合作客户	营收 (百万元)	毛利率	净利率
科丝美诗	韩国	护肤品、彩妆	雅诗兰黛、迪奥、资生堂、植村秀、完美日记、百雀羚等	7889	13.8	2.4
科玛	韩国	护肤品、彩妆	丝芙兰、爱茉莉、自然堂、上海家化等	9135	28	1.9
莹特丽	意大利	护肤品、彩妆	欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、卡安兰等	5512	23.8	19.8
诺斯贝尔	中国	护肤品、彩妆	完美日记、花西子、屈臣氏、资生堂、伽蓝集团、御家汇、上海家化等	2178	25.6	20.5

数据来源：公司官网，西南证券整理

国内化妆品代工市场较为分散，规模较大的国际厂商和国内一线厂商竞争力较强，长尾小厂多处于无序竞争状态。国内化妆品生产企业众多，根据国家药品监督管理局数据，截至 2020 年 5 月，全国共有 5319 家持证的化妆品生产企业，其中广东地区就有 2910 家，多数企业销售额规模在亿元以下，整体格局小而分散，国际企业在中国市场占有率占据前列。

表 9：国际化妆品 ODM 龙头在华经营基本情况

公司名称	中国区营收	中国区代工厂
科丝美诗	2019 年约 77 亿元	中国建有 5 家工厂，上海 4 家，广州 1 家，年产能超 6.5 亿支
科玛	2019 年约 89 亿元	中国共两家工厂，分别在北京、无锡，总产能 5.5 亿支
莹特丽	2019 年约 55 亿元	中国共有 4 家工厂，苏州 3 家，上海 1 家

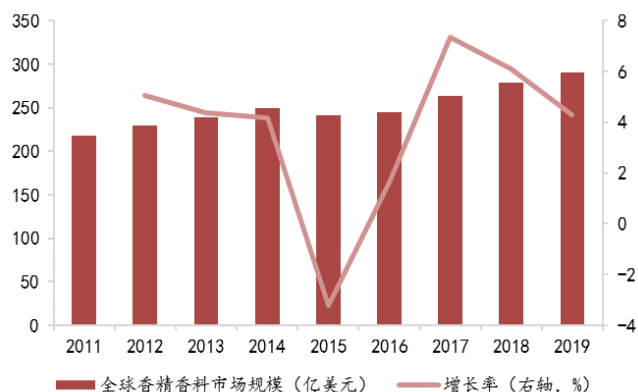
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司有意向下游 ODM 转型：公司现阶段的原材料制造业务业已成熟，在拥有相关丰富资源及充分认识市场的基础上，公司有意向下游 ODM 转型。从现阶段化妆品 ODM 市场特征可以看出，首先，ODM 厂商需要拥有核心的研发与生产能力，公司的技术储备与技术合作协议有能力满足这一要求；其次，国内市场处于小而散的状态，现有的小规模同业竞争者客户资源较为分散，而公司下游客户均为全球各大化妆品、香精香料类巨头，且合作关系稳定。公司现有毛利率在 20%-30% 左右，ODM/OEM 厂商毛利率区间为 25%-40%，公司的研发生产能力及成熟的原材料业务将有助于公司顺利进入 ODM 行业，提升盈利水平。

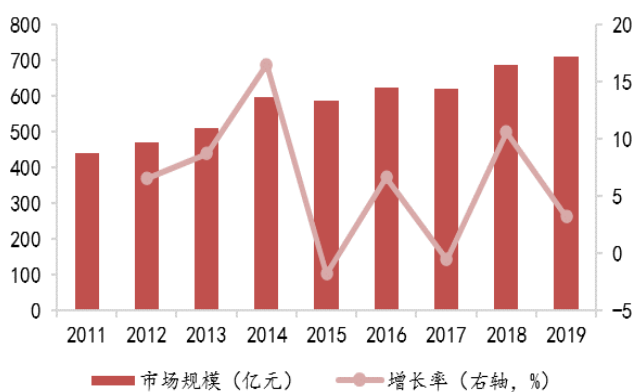
4 香精香料行业发展稳健，核心技术巩固公司市场地位

4.1 全球与国内香精香料市场平稳增长

合成香料用于调配成香精，最终广泛应用于食品、化妆品、日化品等产品中。随着全球经济水平的提升，食品、化妆品、日化品产业近年来在全球范围内都呈现了稳定的增长。2012-2015 年，受全球经济景气度影响，香料香精市场增长态势较低迷；市场自 2016 年开始回暖，2017 年全球香料香精市场规模达到 263 亿美元，较 2016 年同比增长 7.35%，2019 年的全球市场规模达到 291 亿美元。2011-2019 年国内香精香料市场规模波动上升，2019 年达到 708.9 亿元，我国已成为香料香精和化妆品的生产大国和消费大国，至 2020 年生产销售总额预计可以达到 510 亿元左右。

图 49：2011-2019 年全球香精香料市场规模及增速


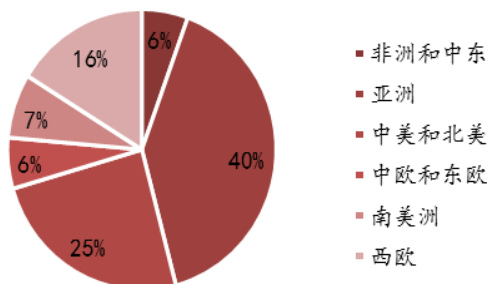
数据来源：Wind，西南证券整理

图 50：2011-2019 年中国香精香料市场规模及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

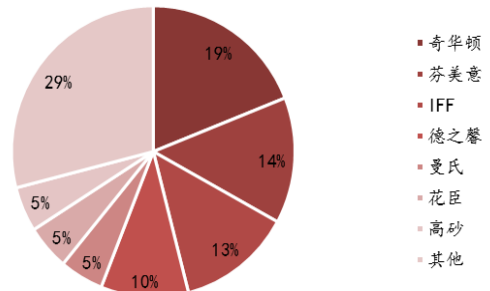
从销售额占比来看，全球香料香精的销售额主要集中在全球前十大公司，公司主要集中在欧洲、美国以及日本，垄断高端市场；香料香精行业壁垒较高，预计未来市场格局趋于稳定。目前，世界前五大香料香精公司分别为奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏，合计销售额占全球销售额比超过 50%，并有望进一步扩大。

图 51: 2020 年全球香精香料市场按区域划分



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 52: 全球主要香精香料行业市场份额



数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 公司是铃兰醛全球龙头，相关技术确保产品质量

公司主要香料香精产品包括铃兰醛、对叔丁基苯甲醛、合成茴脑等，其中公司的铃兰醛市场份额位于全球前列，主要客户包括德之馨，高砂；对叔丁基苯甲醛是铃兰醛的重要中间体；合成茴脑的主要需求是牙膏。

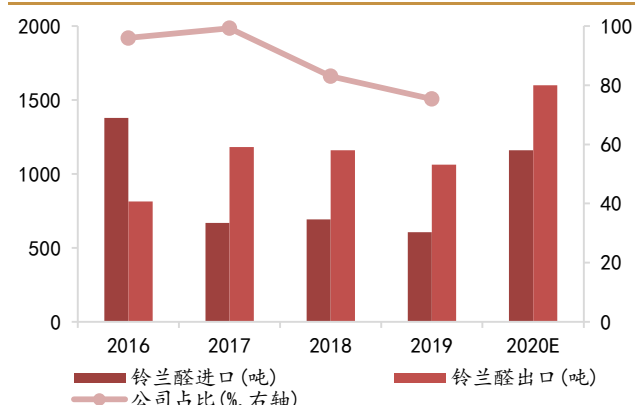
表 10: 公司现有香精香料产品一览

主要产品名称	主要功能及用途	产品主要原材料
铃兰醛 (LLY)	铃兰醛是一种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。	正丙醛、异丁烯、甲苯
对叔丁基苯甲醛 (TBB)	对叔丁基苯甲醛具有醛类的特征香气，易于被空气氧化而变成对叔丁基苯甲酸，是药物、燃料、香料香精等精细化学品和电子化学品的重要原料，特别是在铃兰醛的合成中需求量很大。	异丁烯、甲苯
对甲氧基苯甲醛 (PMOB)	对甲氧基苯甲醛，具有类似山楂的气味，主要用作香料，配制花香型香精，用于食品及化妆品、香皂等。医药上用作抗组胺药物的中间体，如制抗菌素羟氨基青霉素等，少量也用作电镀增光剂等。在防晒剂工业，用于生产防晒剂对甲氧基肉桂酸异辛酯和对甲氧基肉桂酸异戊酯。	对苯酚、甲醇
合成茴脑 (AT)	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，还用作药物的矫味剂和矫气味剂、合成药物的原料及彩色照相的增感剂等。	三氯化铝、丙酰氯、苯甲醛
2-萘乙酮 (β-U80)	2-萘乙酮是有机合成的原料，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。	三氯化铝、精奈
对甲基苯乙酮 (TAP)	对甲基苯乙酮有强烈的山楂似香气及水果和花香，可用于配制金合欢型、紫丁香型等香精；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；可微量用于杏仁、香荚兰豆香型的食用香精中，还可少量用于烟草香精中。	三氯化铝、乙酰氯、甲苯

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

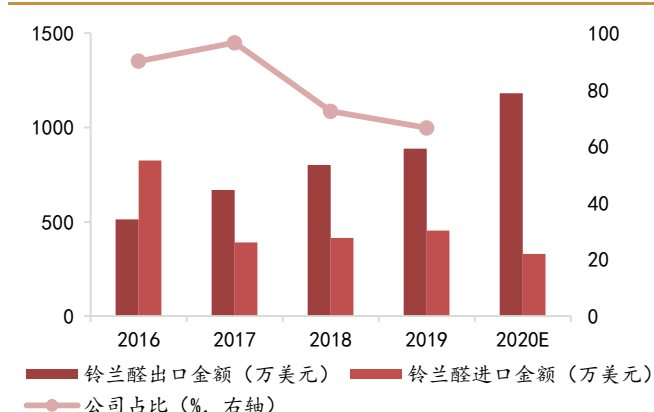
铃兰醛进口金额显著小于出口，公司综合布局海内外市场：国内铃兰醛以出口为主，近 5 年以来，出口的金额有了显著的增长，2019 年铃兰醛出口金额为 888.0 万美元，预计 2020 年有望达到 1181.9 万美元；2017 年，公司出口量占到国内总出口的 99.3%，近两年比例有所下滑，2019 年比例为 75.3%，原因是自 2017 年开始公司的铃兰醛境外销售占该项业务收入的比例开始下降，更多针对国内市场放量。总体来看，公司铃兰醛销售收入呈增长的态势，2019 年收入 9765.6 万元，占到总收入的 9.0%。

图 53：2016-2019 年铃兰醛销售额及占比



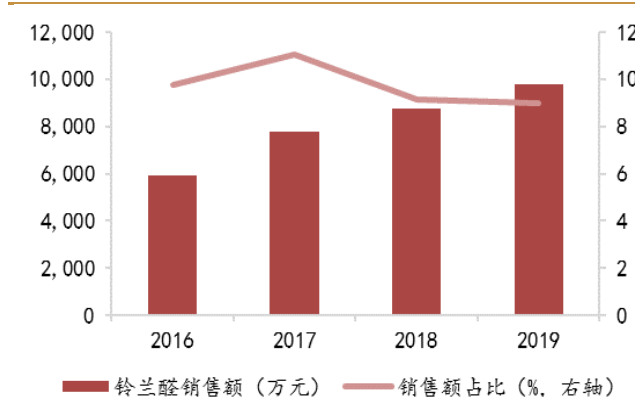
数据来源：Wind，西南证券整理

图 54：2016-2019 年铃兰醛销售单价及毛利率



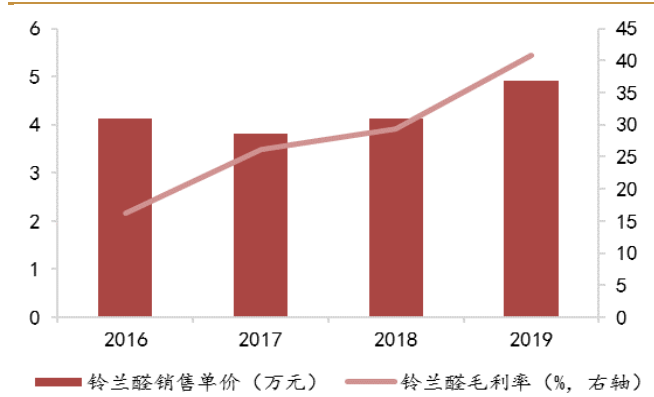
数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：2016-2019 年铃兰醛销售额及占比



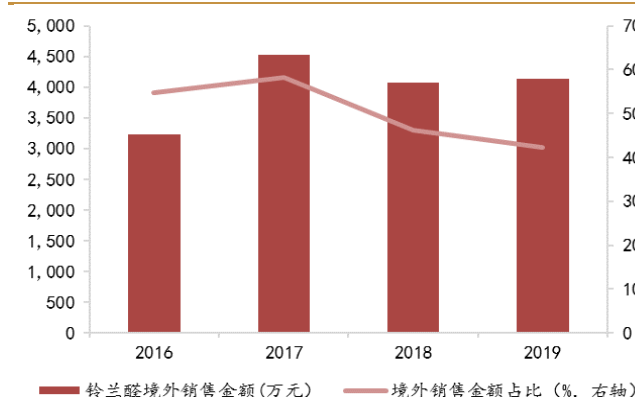
数据来源：Wind，西南证券整理

图 56：2016-2019 年铃兰醛销售单价及毛利率



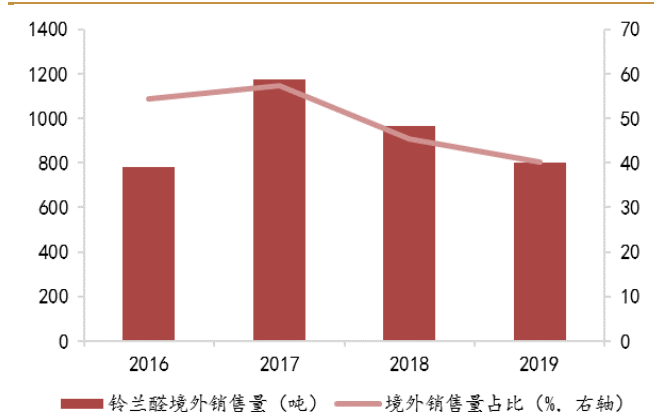
数据来源：Wind，西南证券整理

图 57：2016-2019 年铃兰醛境外销售额及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 58：2016-2019 年铃兰醛境外销售量及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

目前全球铃兰醛规模制造商仅包含巴斯夫、克拉玛 (Emerald Kalama)、科思股份三家。公司铃兰醛相关技术“一种铃兰醛的制备方法”目的在于提供一种能够制备高品质铃兰醛的方法，从根本上改变铃兰醛合成工艺复杂、产品纯度低的现状，解决其品质不高的难题等。该发明可以减少对叔丁基- α -甲基苯丙烯醛以外的副产物，同时可以去除其他杂质，使得最

终产物的铃兰醛香气得以保证。通过该专利实施方案得到的铃兰醛成品折光率介于 1.504-1.506 之间，或是间位铃兰醛小于 2%，或是对位铃兰醛大于等于 97%，铃兰醛纯度大于等于 98%。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2020 年与 2021 年，由于阿伏苯宗产能受限，其销量与 2019 年保持一致，均为 2540 吨，2022 年募投项目阿伏苯宗部分达产，销量为 3000 吨；阿伏苯宗 2020-2022 年毛利率为 37%、38%、39%

假设 2：2020-2022 年 P-S 毛利率均为 30%，收入增速为 11%、15%、18%

假设 3：由于 2019 年铃兰醛价格涨幅较大，为 13.9%，故假设 2020-2022 年铃兰醛单价为 5.5 万元、6 万元、6.5 万元，销量保持不变

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
阿伏苯宗	收入	188.1	225.7	259.5	298.5
	增速	19.3%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	36.6%	37.0%	38.0%	39.0%
对甲氧基肉桂酸异辛酯	收入	150.8	173.5	201.2	235.4
	增速	16.7%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	26.6%	26.0%	27.0%	28.0%
原膜散酯	收入	141.5	169.8	220.7	286.9
	增速	48.3%	20.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	35.7%	35.0%	35.0%	35.0%
奥克立林	收入	105.8	116.4	133.8	155.2
	增速	13.7%	10.0%	15.0%	16.0%
	毛利率	25.4%	20.0%	20.0%	20.0%
P-S	收入	88.6	98.3	113.1	133.4
	增速	-14.5%	11.0%	15.0%	18.0%
	毛利率	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
水杨酸异辛酯	收入	81.3	89.4	98.4	113.1
	增速	84.1%	10.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	36.5%	33.0%	34.0%	35.0%
其他-化妆品活性成分 及其原料	收入	52.5	47.2	44.9	44.9
	增速	-15.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
铃兰醛	毛利率	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	收入	97.7	110.0	120.0	135.0
	增速		12.7%	9.1%	12.5%
合成茴脑	毛利率	0.0%	29.0%	29.0%	29.0%
	收入	69.1	80.0	90.0	100.0
	增速		15.8%	12.5%	11.1%
对甲氧基苯甲醛	毛利率	16.8%	18.0%	18.0%	18.0%
	收入	41.2	45.0	45.0	45.0
	增速		9.1%	0.0%	0.0%
其他香料香精	毛利率	10.5%	13.0%	13.0%	13.0%
	收入	34.5	35.0	35.0	35.0
	增速		1.5%	0.0%	0.0%
对叔丁基苯甲酸	毛利率	0.0%	14.0%	14.0%	14.0%
	收入	23.2	24.0	25.0	26.0
	增速		3.6%	4.2%	4.0%
2、4、6-三甲基苯乙酰氯	毛利率	0.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	收入		8.0	9.0	10.0
	增速			12.5%	11.1%
其他产品	毛利率	0.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	收入	15.2	16.0	17.0	19.0
	增速		5.1%	6.3%	11.8%
其他业务	毛利率	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	收入	11.0	10.0	10.0	10.0
	增速		-9.0%	0.0%	0.0%
合计	毛利率	30.8%	28.2%	28.9%	29.7%
	收入	1100.4	1248.3	1422.6	1647.5
	增速		13.4%	14.0%	15.8%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取丸美股份、珀莱雅、御家汇、华熙生物作为可比公司, 根据 wind 一致性预测, 2020、2021 年平均 PE 为 48、38 倍。公司是化妆品防晒剂龙头, 与国际大客户建立稳定合作关系, 未来新建产能将助力公司丰富化妆品防晒剂及香精香料两大业务线, 同时降低成本增厚利润。首次覆盖给予“持有”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元,20200917)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603983	丸美股份	66.47	1.28	1.42	1.71	2.01	51.93	46.81	38.87	33.07
603605	珀莱雅	140.53	1.95	2.38	3.06	3.80	72.07	59.05	45.92	36.98
300740	御家汇	17.64	0.07	0.23	0.40	0.53	252.00	76.70	44.10	33.28
688363	华熙生物	122.00	1.22	1.45	1.97	2.60	100.00	84.14	61.93	46.92
平均							119.00	66.67	47.71	37.56

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

原材料及产品价格大幅波动风险、新建项目不达预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1100.36	1248.26	1422.59	1647.46	净利润	153.70	182.09	225.47	285.08
营业成本	761.94	895.92	1010.82	1159.06	折旧与摊销	51.49	73.24	96.53	111.69
营业税金及附加	7.99	9.16	10.38	12.06	财务费用	14.55	1.28	1.06	1.46
销售费用	36.01	44.00	48.35	57.03	资产减值损失	-0.07	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.50	92.89	96.79	94.84	经营营运资本变动	-83.17	25.31	-44.65	-37.85
财务费用	14.55	1.28	1.06	1.46	其他	21.06	-2.03	-1.61	-3.41
资产减值损失	-0.07	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	157.56	279.89	276.81	356.97
投资收益	2.43	5.00	5.00	5.00	资本支出	5.42	-200.00	-291.60	0.00
公允价值变动损益	-1.69	-0.84	-1.27	-1.06	其他	-85.16	4.16	3.73	3.94
其他经营损益	0.00	2.50	2.50	2.50	投资活动现金流净额	-79.74	-195.84	-287.87	3.94
营业利润	181.95	211.66	261.42	329.45	短期借款	16.72	-247.43	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.91	-3.56	-3.73	-3.64	长期借款	0.00	15.00	15.00	15.00
利润总额	178.04	208.11	257.68	325.81	股权融资	0.00	785.13	0.00	0.00
所得税	24.34	26.01	32.21	40.73	支付股利	-21.17	-30.74	-36.42	-45.09
净利润	153.70	182.09	225.47	285.08	其他	-10.97	-6.11	-1.06	-1.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-15.41	515.85	-22.48	-31.56
归属母公司股东净利润	153.70	182.09	225.47	285.08	现金流量净额	63.44	599.89	-33.54	329.36
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	90.46	690.35	656.82	986.17	成长能力				
应收和预付款项	110.96	141.89	156.57	180.68	销售收入增长率	13.23%	13.44%	13.97%	15.81%
存货	282.21	290.70	335.48	389.47	营业利润增长率	79.41%	16.33%	23.51%	26.03%
其他流动资产	22.00	24.95	28.44	32.93	净利润增长率	77.16%	18.47%	23.82%	26.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	45.13%	15.40%	25.45%	23.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	442.46	572.73	771.31	663.13	毛利率	30.76%	28.23%	28.94%	29.65%
无形资产和开发支出	45.47	42.30	39.14	35.97	三费率	10.64%	11.07%	10.28%	9.31%
其他非流动资产	27.34	27.00	26.66	26.32	净利率	13.97%	14.59%	15.85%	17.30%
资产总计	1020.91	1789.93	2014.40	2314.67	ROE	28.20%	12.33%	13.54%	14.96%
短期借款	247.43	0.00	0.00	0.00	ROA	15.06%	10.17%	11.19%	12.32%
应付和预收款项	206.40	277.76	298.08	343.23	ROIC	22.87%	22.04%	22.29%	25.57%
长期借款	0.00	15.00	30.00	45.00	EBITDA/销售收入	22.54%	22.93%	25.24%	26.87%
其他负债	22.01	20.44	20.54	20.67	营运能力				
负债合计	475.84	313.20	348.62	408.90	总资产周转率	1.15	0.89	0.75	0.76
股本	84.66	112.88	112.88	112.88	固定资产周转率	2.56	2.64	2.19	2.30
资本公积	122.79	879.70	879.70	879.70	应收账款周转率	9.90	9.93	9.63	9.86
留存收益	332.79	484.15	673.20	913.19	存货周转率	3.10	3.12	3.21	3.18
归属母公司股东权益	545.08	1476.73	1665.78	1905.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	545.08	1476.73	1665.78	1905.77	资产负债率	46.61%	17.50%	17.31%	17.67%
负债和股东权益合计	1020.91	1789.93	2014.40	2314.67	带息债务/总负债	52.00%	4.79%	8.61%	11.01%
					流动比率	1.11	4.12	3.94	4.62
					速动比率	0.49	3.08	2.82	3.49
					股利支付率	13.77%	16.88%	16.15%	15.82%
					每股指标				
					每股收益	1.36	1.61	2.00	2.53
					每股净资产	4.83	13.08	14.76	16.88
					每股经营现金	1.40	2.48	2.45	3.16
					每股股利	0.19	0.27	0.32	0.40
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	248.00	286.18	359.01	442.60					
PE	70.50	59.50	48.06	38.01					
PB	19.88	7.34	6.50	5.69					
PS	9.85	8.68	7.62	6.58					
EV/EBITDA	33.30	35.42	28.37	22.30					
股息率	0.20%	0.28%	0.34%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn