

科思股份 (300856.SZ)

防晒剂全球龙头，纵横向扩张长期成长空间大

公司概况：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，拥有宿迁及马鞍山两大生产基地，其中马鞍山工厂为按照原料药 GMP 标准体系建设，并已通过美国 FDA 现场审计。公司下游客户均为全球知名化妆品公司及香精香料公司。其中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；合成香料不仅覆盖奇华顿、芬美意、IFF、德之馨这全球四家最大的香精香料巨头，另外还包含高砂、曼氏、高露洁等世界知名公司。

防晒用品需求增长带动上游防晒剂需求持续增加：防晒是对抗皮肤衰老的关键环节，2020 年预计全球防晒化妆品市场规模将增加到 115.69 亿美元，公司是全球主要防晒剂生产厂家之一，2019 年占全球 27.88% 的份额。公司的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，可以满足下游客户较为全面的需求，长期来看全球防晒化妆品市场还将持续快速发展并带动防晒剂需求持续增加。

横向扩张——在研及储备项目众多，公司未来将围绕化妆品活性成分及合成香料行业进行持续的品类扩张：2019 年全球化妆品活性成分市场规模达到 257 亿元，预计到 2026 年可以增长至 402 亿元，CAGR 为 6.5%。公司未来将凭借防晒剂已建立的渠道优势，不断进行化妆品活性成分领域的品类扩张，除了新型防晒剂，还将延伸至清洁、保湿及美白等赛道，在香原料板块公司还有较多产品未来会陆续推出，长期看公司还有非常广阔的成长空间。

纵向延伸——加强配方研究，未来不排除向防晒剂下游产品发展：公司目前在化妆品产业链当中扮演上游原料供应商的角色，尚未形成自己配方，随着化妆品行业的持续蓬勃发展，化妆品产品制造环节还具备非常大的发展和整合空间，公司未来在条件成熟的情况下，不排除通过加强配方研究或采用合作开发的模式，向防晒剂下游产品发展，进入到下游化妆品 ODM 市场，打开中长期成长天花板。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2020~2022 年的归母净利润分别为 1.83、2.34 及 2.99 亿元，分别对应 52.9、41.3 及 32.3 倍 PE，公司作为国内化妆品活性成分及合成香料龙头公司，具备明显消费属性，并且是赛道上稀缺的上市公司，未来有望横向及纵向持续扩张，目前估值存在一定低估，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：全球疫情影响下游需求、客户依赖风险、环保与安全生产的风险、汇率波动的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	972	1,100	1,207	1,501	1,811
增长率 yoy (%)	36.7	13.2	9.7	24.3	20.6
归母净利润 (百万元)	87	154	183	234	299
增长率 yoy (%)	102.8	77.2	18.9	28.3	27.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.77	1.36	1.62	2.08	2.65
净资产收益率 (%)	21.0	28.2	25.1	24.6	24.2
P/E (倍)	111.5	62.9	52.9	41.3	32.3
P/B (倍)	23.4	17.7	13.3	10.2	7.8

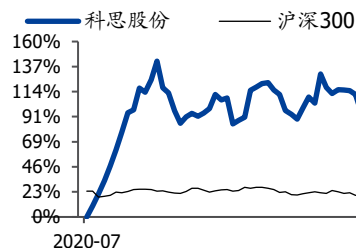
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (首次)

股票信息

行业	化学制品
最新收盘价	85.69
总市值(百万元)	9,672.69
总股本(百万股)	112.88
其中自由流通股(%)	25.00
30 日日均成交量(百万股)	2.66

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号: S0680518030010

邮箱: luoyating@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	376	506	793	980	1243	营业收入	972	1100	1207	1501	1811
现金	27	90	401	375	657	营业成本	730	762	802	1004	1206
应收票据及应收账款	107	105	127	162	187	营业税金及附加	7	8	9	11	13
其他应收款	0	1	1	1	1	营业费用	37	36	46	53	58
预付账款	8	5	9	8	12	管理费用	56	66	81	99	120
存货	208	282	234	412	364	研发费用	29	34	46	53	58
其他流动资产	26	22	22	22	22	财务费用	16	15	8	4	1
非流动资产	514	515	483	571	637	资产减值损失	-1	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	6	3	0	0	0
固定资产	444	416	382	462	523	公允价值变动收益	0	-2	0	-1	-1
无形资产	45	45	53	62	68	投资净收益	0	2	1	1	1
其他非流动资产	25	53	48	47	46	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	890	1021	1276	1551	1880	营业利润	101	182	217	279	355
流动负债	457	456	500	552	596	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	231	247	247	247	247	营业外支出	3	5	3	4	4
应付票据及应付账款	182	165	200	257	292	利润总额	98	178	215	276	352
其他流动负债	44	44	53	48	57	所得税	11	24	32	41	53
非流动负债	20	20	20	20	20	净利润	87	154	183	234	299
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	20	20	20	20	归属母公司净利润	87	154	183	234	299
负债合计	477	476	520	572	616	EBITDA	165	242	265	328	413
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.77	1.36	1.62	2.08	2.65
股本	85	85	113	113	113						
资本公积	123	123	123	123	123						
留存收益	200	333	491	686	944						
归属母公司股东权益	413	545	756	979	1264						
负债和股东权益	890	1021	1276	1551	1880						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	94	158	299	126	425
净利润	87	154	183	234	299
折旧摊销	53	51	42	49	61
财务费用	16	15	8	4	1
投资损失	0	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-60	-60	67	-161	64
其他经营现金流	-2	1	0	1	1
投资活动现金流	-71	-80	-9	-137	-127
资本支出	71	83	-33	88	66
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-42	-48	-61
筹资活动现金流	-28	-15	21	-15	-15
短期借款	17	17	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	28	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-45	-32	-8	-15	-15
现金净增加额	-4	63	310	-26	283

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	36.7	13.2	9.7	24.3	20.6
营业利润 (%)	101.2	79.4	19.2	28.5	27.4
归属母公司净利润 (%)	102.8	77.2	18.9	28.3	27.7
获利能力					
毛利率 (%)	24.8	30.8	33.6	33.1	33.4
净利率 (%)	8.9	14.0	15.1	15.6	16.5
ROE (%)	21.0	28.2	25.1	24.6	24.2
ROIC (%)	15.0	20.4	19.1	19.6	20.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.6	46.6	40.7	36.9	32.8
净负债比率 (%)	52.0	31.3	-19.2	-11.9	-32.0
流动比率	0.8	1.1	1.6	1.8	2.1
速动比率	0.3	0.4	1.1	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	9.5	10.4	10.4	10.4	10.4
应付账款周转率	3.6	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	1.36	1.62	2.08	2.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	1.40	2.65	1.11	3.76
每股净资产 (最新摊薄)	3.66	4.83	6.45	8.42	10.95
估值比率					
P/E	111.5	62.9	52.9	41.3	32.3
P/B	23.4	17.7	13.3	10.2	7.8
EV/EBITDA	60.0	40.7	36.0	29.1	22.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1.公司概况	5
2.防晒剂行业被全球少数企业垄断，长期还具有较快需求增速	10
2.1 化妆品活性成分是化妆品产品中重要的功能性原料	10
2.2 防晒是对抗皮肤衰老的关键环节	12
2.3 防晒用品需求增长带动上游防晒剂需求持续增加	13
3.香精香料全球集中度高，香原料生产有望向国内转移	17
4.看好公司纵横向扩张，长期成长空间大	20
4.1 立足研发创新与品质管理，公司有望持续开发新产品及新工艺	20
4.2 下游客户均为全球知名企业	20
4.3 在研及储备项目众多，看好公司横向拓张	22
4.3.1 公司未来将围绕化妆品活性成分及合成香料行业进行持续的品类扩张	22
4.3.2 募投项目主要为防晒剂阿伏苯宗扩产及香料新建项目	23
4.4 加强配方研究，未来不排除向防晒剂下游产品发展	25
5.盈利预测与投资建议	26
6.风险提示	27

图表目录

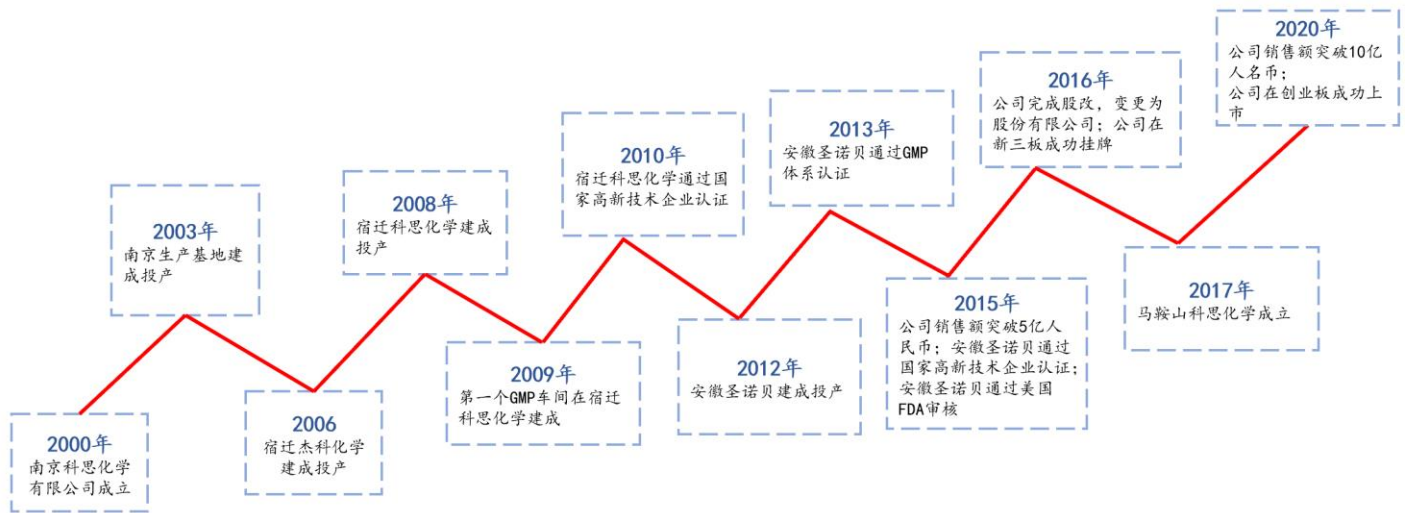
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要产品及用途	5
图表 3: 公司收入构成情况 (百万元)	7
图表 4: 科思股份过去几年毛利构成情况 (百万元)	7
图表 5: 科思股份过去几年营业收入情况	8
图表 6: 科思股份过去几年归母净利润情况	8
图表 7: 科思股份过去几年利润率	8
图表 8: 科思股份过去几年三项费用率情况	8
图表 9: 科思股份过去几年 ROE 及 ROIC 情况	9
图表 10: 科思股份过去几年资产负债率	9
图表 11: 科思股份过去几年应收账款周转率	9
图表 12: 科思股份过去几年存货周转率	9
图表 13: 公司股权结构	10
图表 14: 公司募集资金运用计划	10
图表 15: 全球化妆品市场规模	11
图表 16: 我国化妆品市场规模	11
图表 17: 各国人均化妆品消费 (美元)	11
图表 18: 化妆品主要成分	12
图表 19: 全球及中国防晒产品市场规模 (亿美元)	13
图表 20: 2019 年各国防晒产品渗透率	13
图表 21: 化学防晒及物理防晒对比	13
图表 22: 不同波段紫外线对皮肤的影响	14
图表 23: 2015 年 1—10 月国家食品药品监督管理局批准并在网站上公示的 1172 件防晒类化妆品中所使用的防晒剂频率	15
图表 24: 全球防晒剂市场规模	16
图表 25: 近几年公司防晒剂销量及全球市场份额情况	16

图表 26: 德之馨、巴斯夫与公司防晒剂产品比较	16
图表 27: 主要防晒霜产品防晒剂成分	17
图表 28: 全球香精香料行业市场规模	18
图表 29: 2017 年全球香精香料行业主要企业市场份额	18
图表 30: 从事香料行业的上市公司	19
图表 31: 我国香精香料行业市场规模	19
图表 32: 近几年我国香精香料产量情况	19
图表 33: 香料按需求量分类	19
图表 34: 公司员工构成情况 (2019 年)	20
图表 35: 公司研发支出及占营业收入比例	20
图表 36: 近几年公司海外与国内收入情况 (百万元)	21
图表 37: 公司前五大客户分布情况 (2019 年)	21
图表 38: 公司化妆品活性成分主要客户	21
图表 39: 公司合成香料主要客户	21
图表 40: 帝斯曼向公司采购产品情况	22
图表 41: 公司向帝斯曼销售金额及数量的情况	22
图表 42: 公司现有产品及拟规划开发产品	23
图表 43: 公司在研项目及进展情况	23
图表 44: 公司 2.5 万吨高端日用香原料及防晒剂配套项目 (一期工程) 主要产品产能情况	24
图表 45: 公司阿伏苯宗产能利用及就产销率情况	24
图表 46: 公司阿伏苯宗销量及单价情况	24
图表 47: 公司募投项目中香料产品用途	25
图表 48: 化妆品产业链	25
图表 49: 我国化妆品代加工市场格局	26
图表 50: 公司主营业务拆分 (亿元)	26
图表 51: 公司与可比公司估值比较	27

1. 公司概况

公司成立于2000年4月，主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等，拥有分别位于江苏省宿迁市和安徽省马鞍山市的两大生产基地，其中马鞍山工厂为按照原料药GMP标准体系建设，并已通过美国FDA现场审计。2020年公司于创业板发行上市。

图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

公司现已成为全球最主要的化学防晒剂制造商之一，防晒剂主要产品包括阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 等，广泛应用于防晒膏、霜、乳液等化妆品、紫外线吸收剂中，此外公司还有美白类化妆品活性成分陆续向市场推出，如维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)。公司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 (β -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。产品在国际市场上具有较强的竞争力，主要产品均占据了同类产品的较大市场份额。截至2019年公司拥有化妆品活性成分及其原料产能2.35万吨，合成香料产能9800吨。

图表2: 公司主要产品及用途

产品类型	主要产品名称	主要功能及用途	产品主要原材料
化妆品活性成分及其原料	阿伏苯宗 (AVB)	是一种广谱紫外线吸收剂，可以吸收UVA320~400nm波段，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，特别适用于浅色透明制品，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中。	甲苯、苯甲醚、三氯化铝、异丁烯
	奥克立林 (OCT)	奥克立林是较为新型的防晒成分，在防晒霜中经常搭配其他防晒剂一起使用，能达到较高的SPF防晒指数。具有吸收率高、无毒、	二苯甲酮、异辛醇

	<p>无致畸作用、对光、热稳定性好等优点。它能同时吸收 UVA 和 UVB, 是美国 FDA 批准的 I 类防晒剂, 在美国和欧洲使用率较高。对甲氧基肉桂酸异辛酯是 UVB 区紫外线的良好吸收剂, 属于化学防晒剂, 能有效防止 UVB290~320nm 的紫外线。它吸收率高, 对皮肤无刺激, 安全性好, 是目前全世界范围内最广泛使用的紫外线 UVB 防晒剂。OMC 广泛应用于配制防晒霜、膏、乳液等护肤化妆品, 能有效地吸收阳光中的紫外线, 防止人体皮肤晒红、晒伤、晒黑, 也是光感皮炎的治疗药物。</p>	<p>对甲氧基苯甲醛、异辛醇</p>
<p>原膜散酯 (HMS)</p>	<p>原膜散酯是一种紫外线 UVB 防晒剂, 属于化学防晒剂, 为无色透明液体, 不溶于水, 可吸收 UVB295~315nm 波段的紫外线, 适合抗水配方。保护皮肤不受 UVB 照射的损伤, 降低在阳光下暴露造成的长期有害影响。</p>	<p>水杨酸甲酯、异佛尔酮</p>
<p>水杨酸异辛酯 (OS)</p>	<p>水杨酸异辛酯是一种较弱的紫外线 UVB 防晒剂, 属于化学防晒剂, 可以吸收 UVB 280~320 波段, 作为 UVB 吸收剂使用于防晒化妆品中。虽然紫外线吸收能力较小, 但相对于其他大多数防晒剂较安全, 毒性较小, 而且廉价, 因此是人们较常使用的一类紫外线吸收剂。</p>	<p>水杨酸甲酯、异辛醇</p>
<p>双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)</p>	<p>双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪是一种新型广谱紫外线吸收剂, 能同时吸收 UVA 和 UVB, 属于化学防晒剂, 具有脂溶性和较高的光稳定性, 与其他化学防晒剂搭配使用, 能显著增加其 SPF 值。同时, 它具有三嗪类紫外线吸收剂的分子结构较大、紫外线吸收率较高的特点, 具有强紫外线吸收性和高耐热性, 但能够吸收一部分可见光, 易使制品泛黄。</p>	<p>间苯二酚、对溴苯甲醚</p>
<p>对甲氧基苯乙酮 (MAP)</p>	<p>对甲氧基苯乙酮常用于高级化妆品和皂用香精中, 在肥皂中有很高的稳定性, 亦可作果实食品香精。也用于防晒剂阿伏苯宗 (AVB) 的生产和有机合成, 生产对甲氧基苯乙酸用作葛根素的中间体, 以及液晶单体的生产。</p>	<p>三氯化铝、苯甲醚</p>
<p>对叔丁基苯甲酸甲酯 (MBB)</p>	<p>对叔丁基苯甲酸甲酯是一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体, 广泛应用于化工合成、制药、化妆品、香料香精、药品的生产, 主要用途之一就是用来生产防晒剂阿伏苯宗。</p>	<p>异丁烯、甲苯、甲醇</p>
<p>维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)</p>	<p>维生素 C 磷酸酯钠是一种理化性质稳定的维生素 C 衍生物, 经口服或皮肤吸收进入人体后, 能通过磷酸酯酶迅速酶解游离出维生素 C, 具有维生素 C 所有功效, 又克服了维生素 C 怕光、热及金属离子、易被氧化的缺点, 可用于食品添加剂、化妆品以及其他领域。</p>	<p>维生素 C 磷酸酯、盐酸</p>
<p>铃兰醛 (LLY)</p>	<p>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。</p>	<p>正丙醛、异丁烯、甲苯</p>
<p>对叔丁基苯甲醛 (TBB)</p>	<p>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。</p>	<p>异丁烯、甲苯</p>
<p>对甲氧基苯甲醛 (PMOB)</p>	<p>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, 如制抗菌素羧氨苄基青霉素等, 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。</p>	<p>对苯酚、甲醇</p>

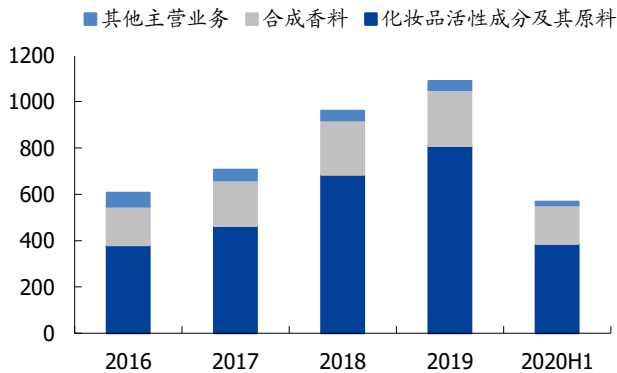
合成香料

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、苯甲醚
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、蔷薇、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
其他产品 对叔丁基苯甲酸 (BBA)	对叔丁基苯甲酸具有芳香酸的特征气味, 可用作塑料添加剂, 还用于生产对叔丁基苯甲酸甲酯, 广泛应用于化学合成、化妆品、香料香精等行业。	异丁烯、甲苯

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

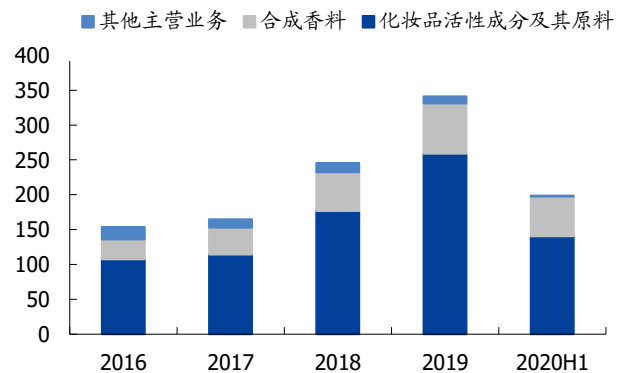
收入结构来看, 化妆品活性成分及其原料是公司营收的主要来源, 2019 年实现收入 8.09 亿元, 占比在 74% 以上, 合成香料收入 2.42 亿元, 占比 22% 左右。从毛利结构来看, 化妆品活性成分及其原料毛利 2.59 亿元, 占公司主营业务毛利的 76%, 合成香料毛利 7246 万元, 占比为 21%。

图表 3: 公司收入构成情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

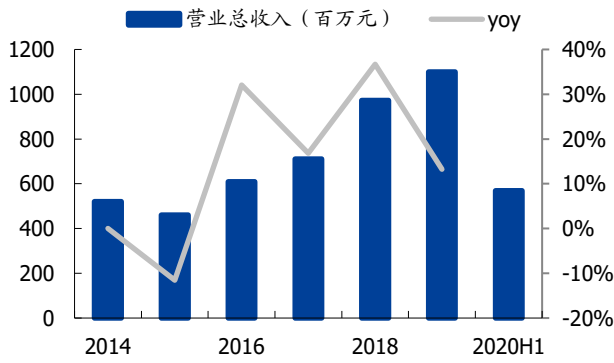
图表 4: 科思股份过去几年毛利构成情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

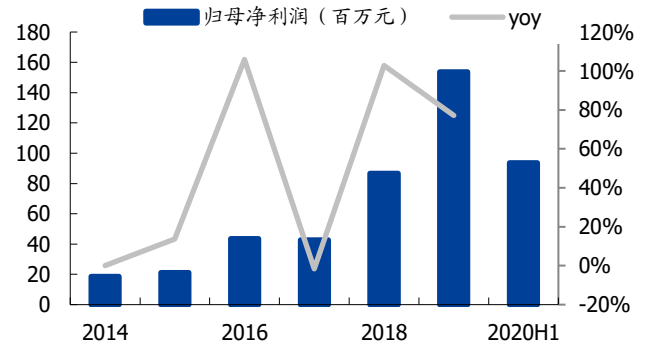
2015 年至 2019 年以来, 随着公司与全球大型客户日益加深合作, 产能利用率保持较高水平, 营业收入从 2015 年的 4.61 亿元增加至 2019 年的 11.00 亿元, 复合增速达到 24.35%。2018 年公司营业收入大幅增长 36.69%, 主要是由于公司自 2015 年开始与帝斯曼合作, 公司产品在品质等方面逐步得到帝斯曼的认可, 合作逐步加深, 帝斯曼采购量逐渐加大, 同时公司与帝斯曼合作开发并向帝斯曼独家供应的 P-S、P-M 产品放量较快。随着收入规模及盈利能力的提升, 公司过去几年归母净利润也呈现了较快的增速, 从 2015 年的 2112 万元提升至 2019 年的 1.54 亿元, 复合增速达到 64.24%。

图表 5: 科思股份过去几年营业收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

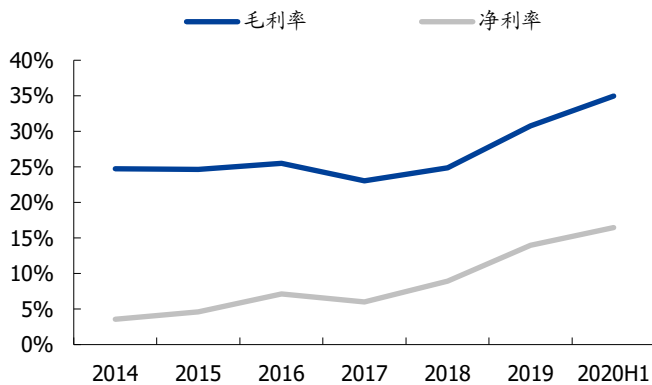
图表 6: 科思股份过去几年归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

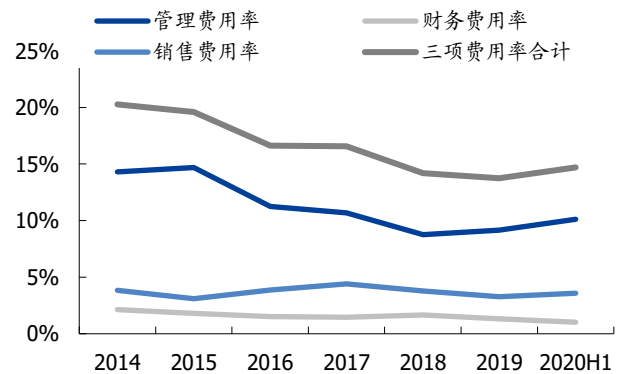
过去几年公司毛利率及净利率整体呈现提升状态。2017年受到原材料价格上涨影响,公司毛利率出现阶段性低点,2018年公司毛利率逐年上升,主要是公司考虑原材料涨价等因素,提高了部分产品售价,且公司销售额出现大幅增加,提高了公司综合毛利率水平。2019年综合毛利率较2018年上升,主要是2019年公司综合考虑上一年度材料价格上涨等因素,继续提高部分产品售价,及2019年度部分主要材料平均采购价格较2018年度下降,提高了综合毛利率水平。

图表 7: 科思股份过去几年利润率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

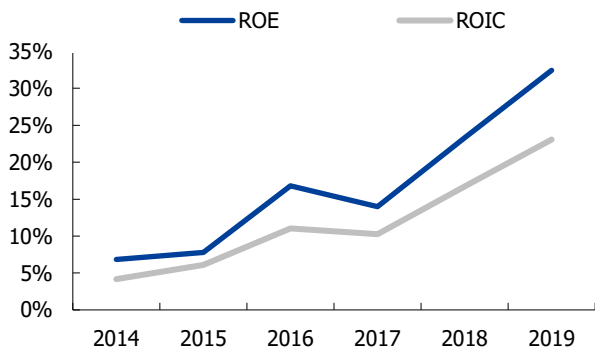
图表 8: 科思股份过去几年三项费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

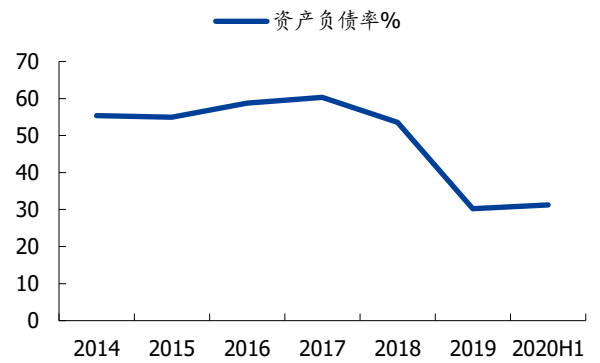
公司下游应用为消费品,整体周期性不强。过去几年公司 ROE 水平出现大幅增长,主要得益于公司净利率的持续提升以及资产周转率的提升。虽然化妆品活性成分、香料香精具备一定的精细化学品周期性的特征,但由于化妆品、食品、日用品等均属于消费品,且公司与下游客户之间存在较为紧密且长期的合作关系,因此公司整体周期性不强。**2019 年公司加权平均 ROE 为 32.44%, 2020 年上半年为 15.80%。**

图表 9: 科思股份过去几年 ROE 及 ROIC 情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

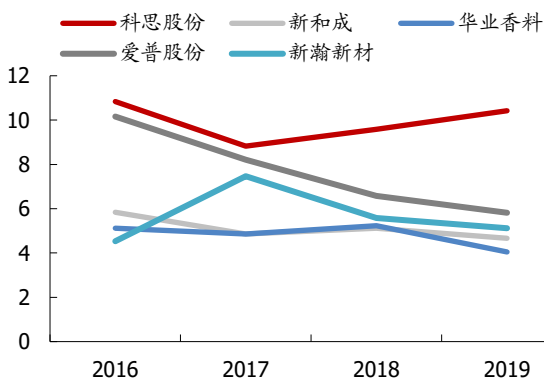
图表 10: 科思股份过去几年资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

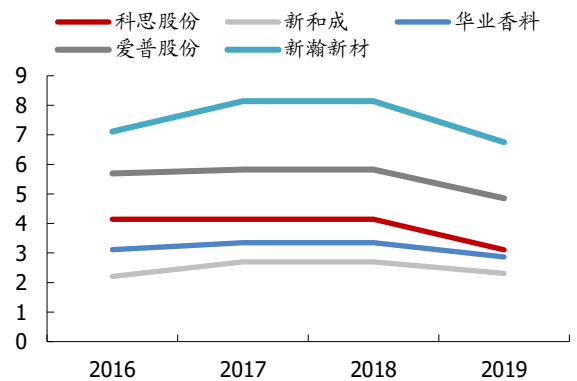
公司运营情况良好, 应收账款周转率显著高于行业内其他企业, 公司给予主要客户的信用政策为发货后 30 天至 120 天付款, 给予第一大客户帝斯曼的信用政策为发货后 90 天付款, 存货周转率属于行业平均水平。

图表 11: 科思股份过去几年应收账款周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

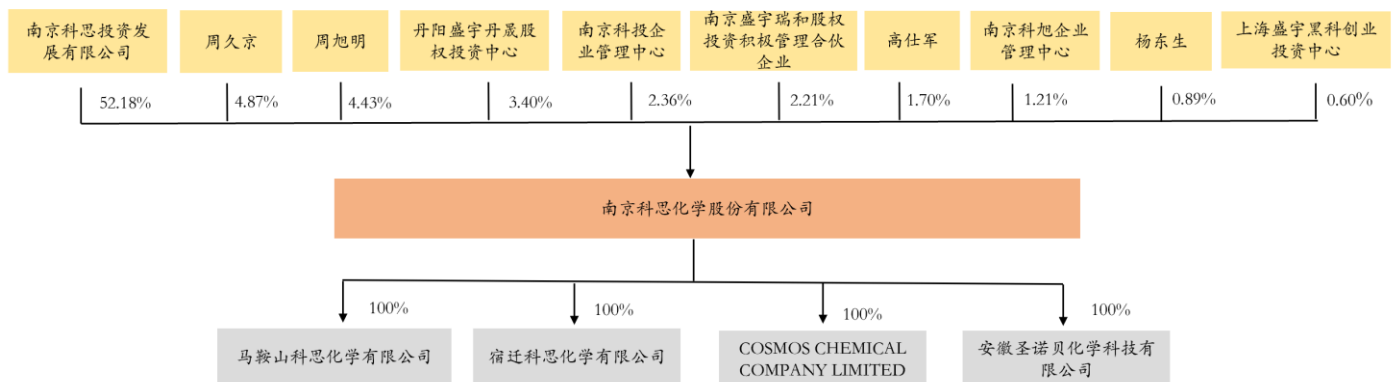
图表 12: 科思股份过去几年存货周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

周旭明和周久京系公司实际控制人, 两者为父子关系, 周旭明系公司董事长, 两者直接和通过南京科思投资发展有限公司持续合计持有公司 61.48% 的股权比例, 占据公司绝对的控制权。南京科投系为公司实施股权激励所设的员工持股平台。公司高管团队较为年轻, 大部分均为 70、80 后。董事长周旭明为南京工业大学高分子化工专业, 总经理杨军先生为化学工程与工艺精细化工专业。

图表 13: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此次公司发行上市募集资金总额 8.6 亿元用于如下表的四个项目的建设, 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, 其中一期投资 4.3 亿元, 包括五个产品: 阿伏苯宗 (AVB)、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, 项目总投资 5.9 亿元。本次募集资金投向为本项目一期工程建设项目。

图表 14: 公司募集资金运用计划

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
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
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
3	偿还公司及子公司银行贷款	20,000.00	20,000.00
4	补充流动资金	10,000.00	9,353.11
合计		79,160.00	78,513.11

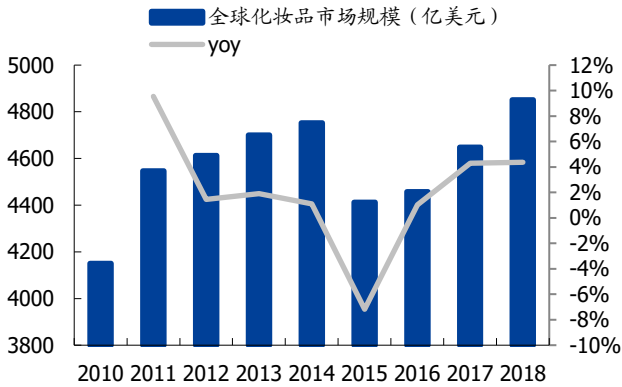
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 防晒剂行业被全球少数企业垄断, 长期还具有较快需求增速

2.1 化妆品活性成分是化妆品产品中重要的功能性原料

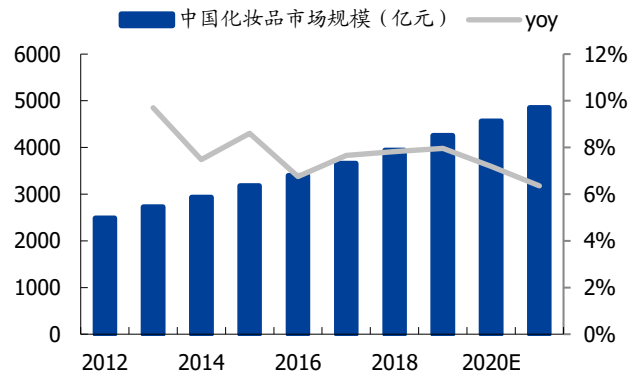
2018 年全球化妆品市场规模达 4851 亿美元, 同比增加 4.3%。我国随着居民收入水平的提高以及消费升级, 化妆品市场规模处于快速发展的过程中, 预计 2019 年我国化妆品市场规模将达到 4256 亿元, 排名全球第二, 仅次于美国, 但从人均化妆品消费量来看, 2017 年我国人均消费仅为 38.5 美元, 仅为美国的 14.6%, 还存在较大差距, 随着我国居民水平持续提高, 预计未来几年我国化妆品行业仍将保持较为稳定的增长态势。

图表 15: 全球化妆品市场规模



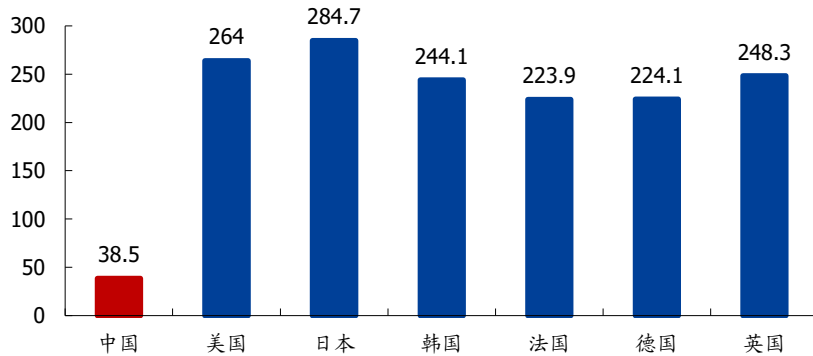
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 16: 我国化妆品市场规模



资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

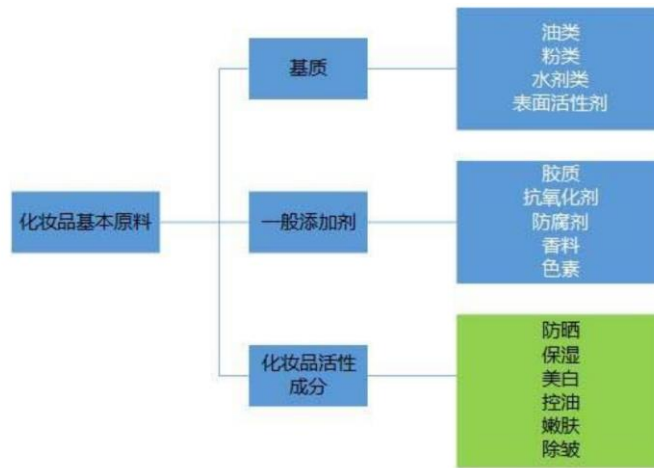
图表 17: 各国人均化妆品消费 (美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物。主要原料通常分通用基质原料和各类化妆品添加剂, 其中化妆品添加剂具备一定的功能性, 主要包括香精香料、化妆品用色素、化妆品用防腐剂、抗氧化剂等, 同时还包括防晒、保湿、美白、控油、嫩肤、除皱等化妆品活性成分。随着人们对美丽持久性的追逐, 人们对化妆品的需求越来越丰富, 包括清洁、护肤、护发、美容, 以及营养和医疗效用等, 而化妆品能有这些功能是通过添加各种有效的活性成分来实现的。

图表 18: 化妆品主要成分



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

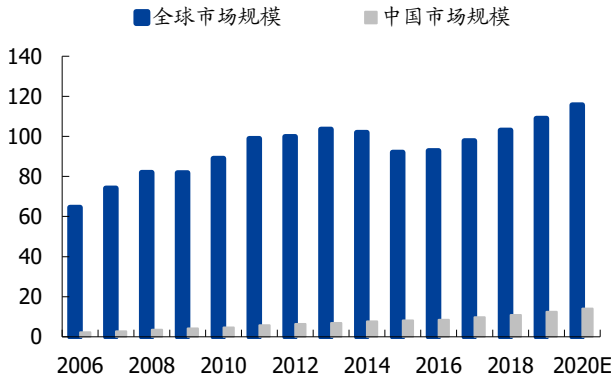
从全球范围内来看, 从事化妆品原料生产的主要包括日清、日光化学、信越、味之素、住友、帝国化工等日本企业, 以巴斯夫、DSM、陶氏、德之馨为代表的欧美大型化工巨头, 中国、韩国及印度等国家的生产企业包括蓝星、丽臣、华熙生物、天赐材料、新和成、科思、SK、KCC、Kelon 等。目前国内的化妆品活性成分行业以产品单一、生产批量较小的小型化工企业为主, 在产销规模、产品结构和技术水平方面和国外企业还具备一定差距, 仅在低端合成护肤油脂、保湿剂、单体活性物、防晒剂这几类原料上具备一定竞争力。

2.2 防晒是对抗皮肤衰老的关键环节

公司目前生产的化妆品活性成分主要为防晒剂产品, 是防晒化妆品的主要成分之一。防晒化妆品是主要用于防止或减弱紫外线对皮肤伤害的化妆品, 据 Euromonitor 预测, 未来全球防晒化妆品的市场将以年均 5.6% 的速度增长, 预计 2020 年市场规模将扩大到 115.69 亿美元。2018 年我国防晒产品市场规模为 67 亿元, 复合增速 10% 左右, 占全球防晒品市场规模的 9.5%, 占国内化妆品市场比重不到 2%。

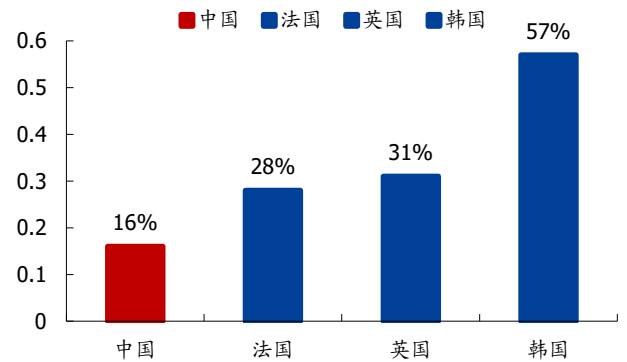
我国防晒用品渗透率长期看还有较大提升空间。我国渗透率从 2017 年的 14% 提升至 2019 年的 16% 不仅明显低于欧洲地区的法国、英国, 更远低于同处亚洲地区的韩国水平, 表明国内防晒市场尚未被充分开发。未来随着国内消费者防晒意识的不断增强, 我们预计未来我国防晒产品还将保持较高的发展速度。

图表 19: 全球及中国防晒产品市场规模 (亿美元)



资料来源: Market Research, 国盛证券研究所

图表 20: 2019 年各国防晒产品渗透率



资料来源: 凯度消费者指数, 国盛证券研究所

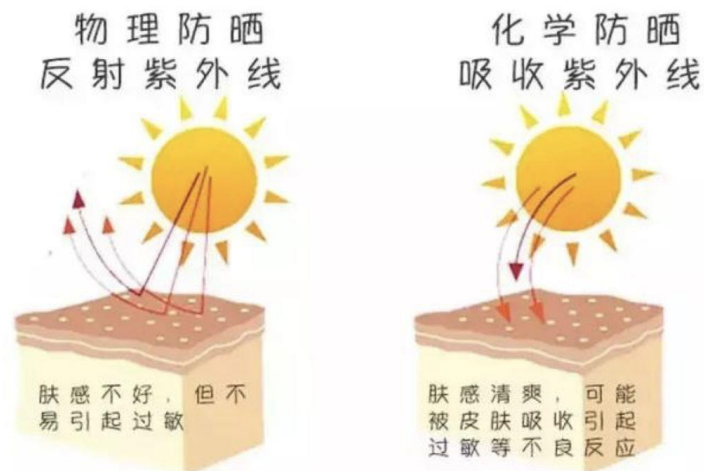
随着消费者防晒意识的提高, 近几年也推出了很多针对具体部位的专门防晒产品, 包括头发、手部、眼部、唇部等, 部分品牌如妮维雅、欧莱雅等还推出了专门针对男士的防晒用品。与此同时, 为了满足消费者更加便捷的需求, 兼具防晒防护一体化的化妆品越来越得到消费者的青睐, 因此防晒剂成分也越来越多的应用于唇膏、面霜、眼霜、底妆产品中。

从产品形式上, 除了常规使用的防晒油、防晒霜、防晒乳、防晒喷雾等, 还延伸出了防晒棒、防晒刷、防晒气垫、防晒慕斯等多种防晒形式。

2.3 防晒用品需求增长带动上游防晒剂需求持续增加

防晒剂是指能够保护皮肤免受紫外线伤害的物质, 按作用机制主要可分为化学防晒剂及物理防晒剂。公司目前所从事的为化学防晒剂是指紫外线吸收剂, 当分子吸收紫外光后发生结构改变并将多余能量以热能或其他能量释放出来的方式, 周而复始地吸收紫外光, 起到保护作用。根据我国 2015 年《化妆品安全技术规范》中规定, 化妆品中准用的防晒剂包括 25 种化学防晒及 2 种物理防晒。

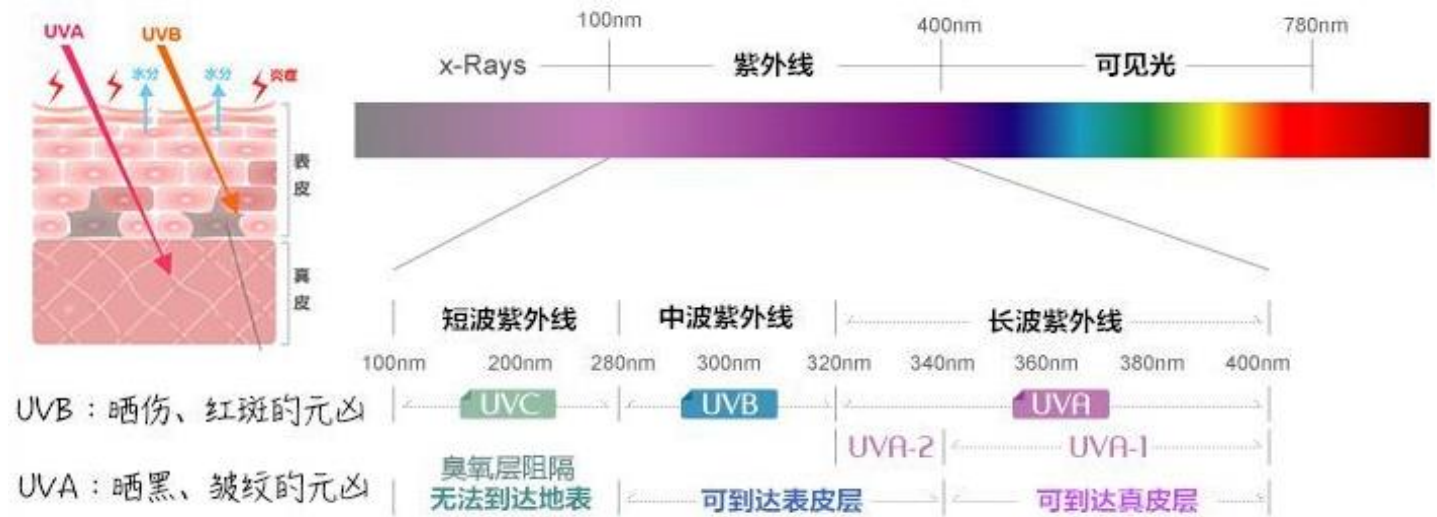
图表 21: 化学防晒及物理防晒对比



资料来源: 百度图库, 国盛证券研究所

阳光中的紫外线可分为 UVA、UVB 及 UVC 三个波段，其中 UVC 会被臭氧层吸收，不会对皮肤造成伤害，UVA 渗透力强，可穿透真皮层，使皮肤晒黑，导致脂质和胶原蛋白受损，引起皮肤光老化甚至皮肤癌，具有不可逆的累积性，UVB 对皮肤作用能力强，可达到真皮层，使皮肤晒伤，会引起脱皮、红斑、晒黑等现象。

图表 22: 不同波段紫外线对皮肤的影响

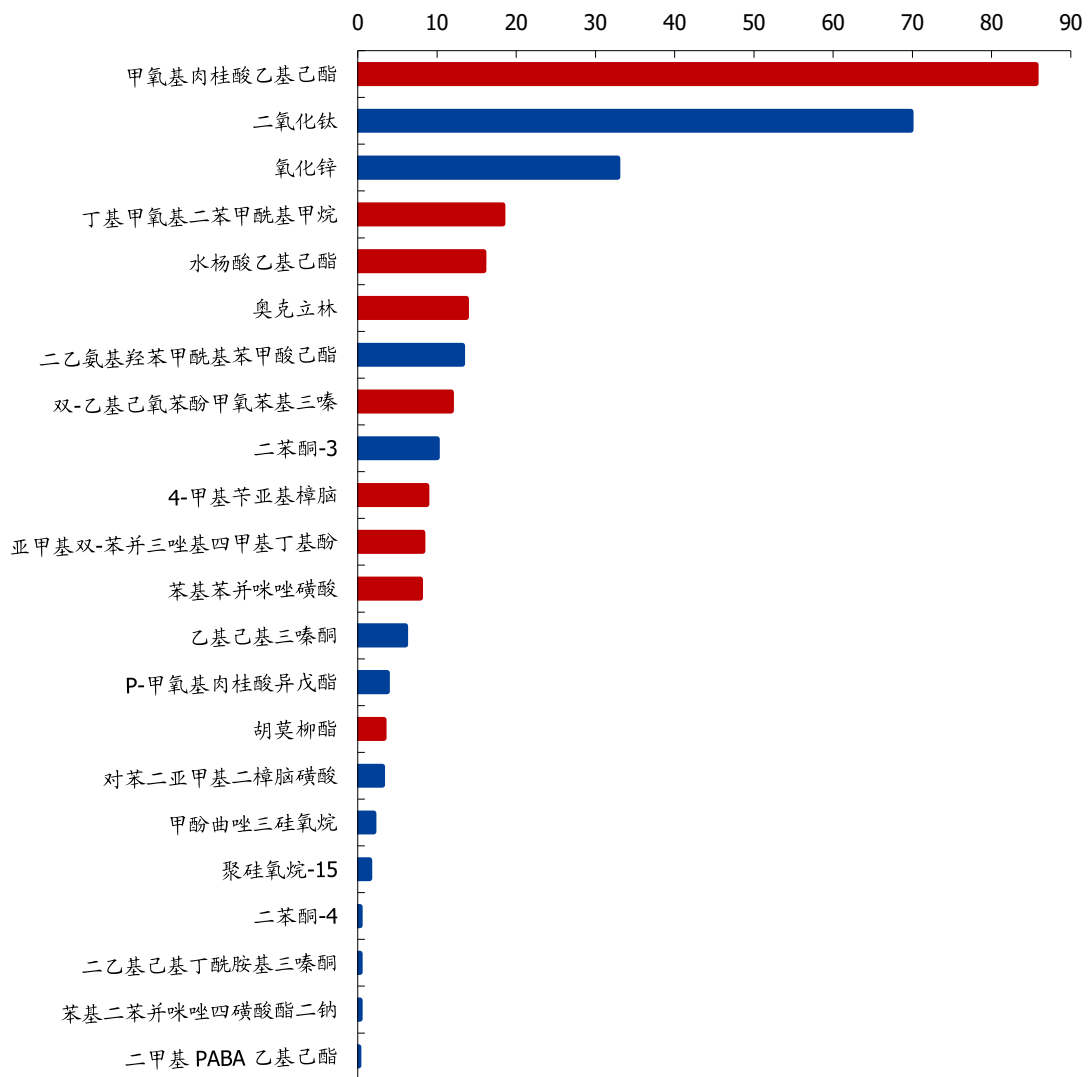


资料来源: 百度图库、国盛证券研究所

一款好的防晒产品会添加多种防晒剂。不同防晒剂可防护不同的波段，所以会导致防护效果出现短板，因此一个好的防晒产品为了达到全波段防护，就需要通过多种防晒剂的组合搭配。以安耐晒小金瓶为例，其添加的防晒剂包括四种化学防晒剂 OMC+P-S+OCT+Uvinul A Plus 及两种物理防晒剂氧化锌+二氧化钛，兼顾了化学防晒及物理防晒，防护波长覆盖 250-400nm，实现了全波段的防晒，多种防晒剂的搭配使用保证了其防晒能力。

根据上海市疾病预防控制中心健康相关产品评价科对 2015 年 1—10 月国家食品药品监督管理局批准并在网站上公示的 1172 件防晒类化妆品中所使用的防晒剂的统计，共有 22 种防晒剂，每一件防晒化妆品一般添加 2~3 种防晒剂，最多添加 8 种，可以看出科思现有产品均属于使用频率较高的品类。

图表 23: 2015年1—10月国家食品药品监督管理总局批准并在网站上公示的 1172 件防晒类化妆品中所使用的防晒剂频率



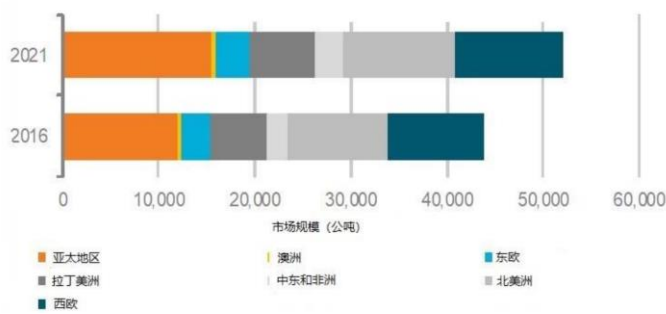
资料来源:《职业与健康》, 国盛证券研究所

*红色为公司已布局产品

随着防晒产品规模的提升,防晒剂市场也在快速增加,根据 Euromonitor 预计,2016 年至 2021 年,全球防晒剂消耗量将由约 4.4 万吨增长至约 5.2 万吨,年均复合增长率约 4%。整体来看全球防晒剂产品需求增速不高,主要是由于还包含了传统的防晒产品,而新型防晒剂仍将保持较快的增长,该类产品增长数量不大,但价值较高。如公司 P-S 产品近三年营业规模增长很快,该产品暂时还未被美国 FDA 批准,一旦打开美国市场,将有较快增长,目前相关工作正在推进中。

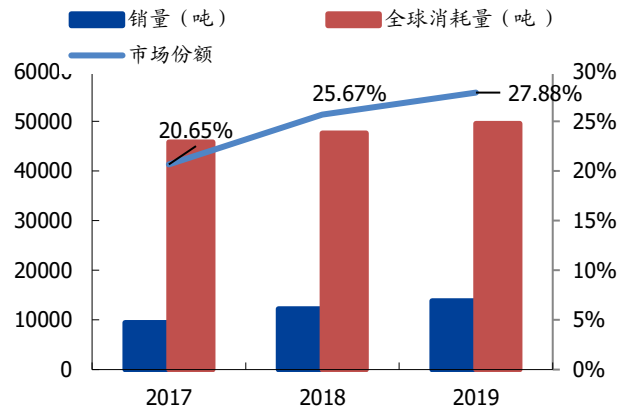
公司 2019 年防晒剂销量 1.38 万吨,占全球市场份额比例为 27.88%,较 2017 年市占率提升了 7.23 个百分点,市占率实现了较快的增长。

图表 24: 全球防晒剂市场规模



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 25: 近几年公司防晒剂销量及全球市场份额情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

目前全球化学防晒剂市场主要由 BASF、德之馨等公司垄断, 是公司的主要竞争对手。巴斯夫除在防晒剂产品上与公司构成竞争之外, 其个人护理业务还包括活性物、染发剂、整合剂、调理剂、润肤剂、乳化剂和乳霜基质、中和剂、珠光剂&遮光剂、防腐剂 / 杀菌剂、个人护理品专用蛋白类产品、定型聚合物、增溶剂、稳定剂、表面活性剂、增稠剂 & 流变调节剂等多个产品系列, 同时巴斯夫在香原料市场也与公司存在竞争。德之馨在防晒剂领域能够提供原膜散酯、奥克立林、阿伏苯宗、水杨酸异辛酯等产品, 与公司存在竞争关系, 但与此同时也是公司香料业务的主要客户之一。

图表 26: 德之馨、巴斯夫与公司防晒剂产品比较

	德之馨	巴斯夫	科思股份
氧化锌		★	
乙基己基三嗪酮		★	
4-甲基苄亚基樟脑 (4-MBC)	★		★
对甲氧基肉桂酸异辛 (OMC)	★	★	★
苯基苯丙咪唑磺酸	★		★
对氨基苯甲酸			
水杨酸异辛酯 (OS)	★		★
二乙基己基丁酰胺基三嗪酮			
阿伏苯宗 (AVB)	★		★
二乙氧基苯甲酰基苯甲酸己酯		★	
二苯酮-3 (BP-3)	★		
二苯酮-4 (BP-4)		★	
水杨酸乙基己酯			
甲氧基肉桂酸异戊酯	★		
聚硅氧烷-15			
对苯二亚甲基二樟脑磺酸			
阿魏酸			
奥克立林 (OCT)	★	★	★
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	★	★	★
苯基二苯并咪唑四磺酸酯二钠	★		
甲酚曲唑三硅氧烷			

薄荷醇邻氨基苯甲酸酯

亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚

★

原膜散酯 (HMS)

★












★

资料来源：招股说明书，德之馨，帝斯曼网站，国盛证券研究所

国内的防晒剂生产厂商规模均较小，产品结构和生产批量均较小，公司在国内竞争对手主要包括黄石美丰，是国内最早从事防晒剂生产的公司之一，防晒剂主要产品包括二苯甲酮-3、奥克立林、阿伏苯宗等，另外还从事塑料和涂料添加剂、医药中间体等业务，但尚未通过 GMP 及美国 FDA 认证，公司与国内竞争对手相比在品质管控方面具备较为明显的竞争优势。

公司的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，可为不同需求的下游客户提供其所需的产品。我们整理了目前市场部分热卖的防晒霜成分，可以看出公司目前所生产的几类防晒剂在各品牌中都得到了较为广泛的应用。

图表 27：主要防晒霜产品防晒剂成分

		科思股份现有产品													
		阿伏苯宗	奥克立林	对甲氧基肉桂酸并辛	原膜散酯	水杨酸并辛酯	P-S	氧化锌	二氧化钛	Uvinul A Plus	聚硅氧烷-15	乙基己基三嗪酮	二乙基己基丁酰胺基三嗪酮	苯基苯并咪唑磺酸	苯基二苯并咪唑四磺酸二钠
安耐晒小金瓶			★	★			★	★	★	★					
资生堂蓝胖子			★	★			★	★	★	★					
黛珂多重防晒乳				★			★		★	★	★				
怡思丁多维光护沁融水感防晒液		★		★					★				★		
资生堂时光琉璃御藏防晒隔离乳				★			★	★		★					
娜丽丝清凉防晒喷雾			★	★			★			★			★		
优佳面部专用防晒乳		★	★				★							★	
高姿多效倍护美白防晒喷雾			★				★	★	★						
珀莱雅轻享阳光水润轻薄隔离防晒乳				★			★			★			★		★
确美回水宝宝纯净防晒乳				★			★		★						
露得清轻透防晒乳液		★	★				★	★							

资料来源：国家药品监督管理局（国盛化工团队整理），国盛证券研究所

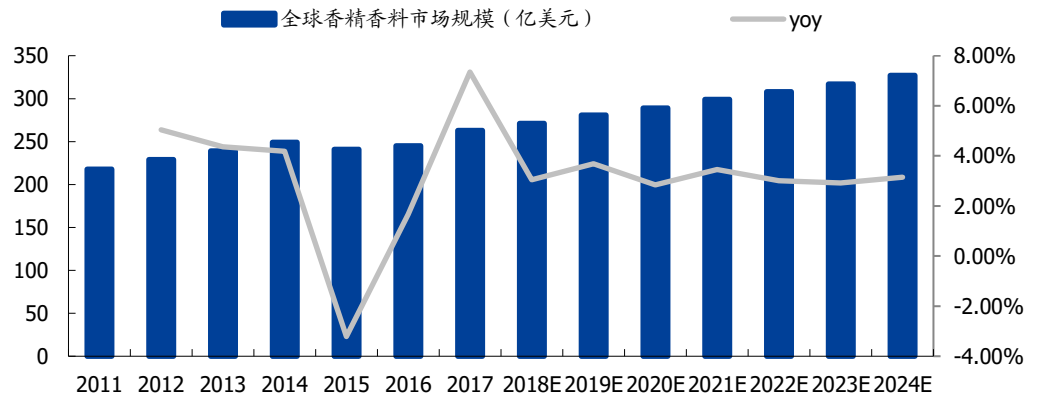
3. 香精香料全球集中度高，香原料生产有望向国内转移

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。其中香精制造和香原料制造分属于产业链的不同位置，香原料主要为通过化学合成方式

或从天然动植物中提取得到的香味物质，其客户主要是众多的香精生产企业，而香精是根据客户对于香味的个性化需求由两种及以上香原料、溶剂或载体以及其他辅料通过物理调配而成的混合物，可以按照一定的比例直接加入到最终的加香产品中，其主要客户是食品饮料、卷烟、饲料、日化用品等企业。

随着全球经济的不断发展以及消费水平的不断提高，近 20 年，国际香料香精销量持续增长，销售额在世界精细化工行业中仅次于医药行业位居第二。2017 年，全球香料香精市场规模达到 263 亿美元同比增长 7.35%。

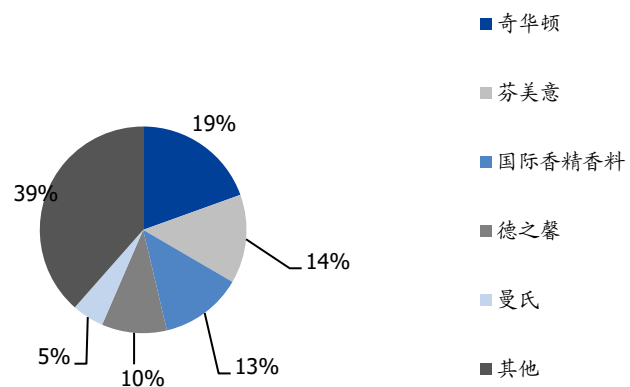
图表 28: 全球香精香料行业市场规模



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

全球香精香料行业集中度较高，国内集中度低: 1999 年全球前十大香料香精公司的总销售额为 129 亿美元，占全球总销售额的 64.60%。至 2017 年，该比例达到 77.20%。尤其奇华顿、芬美意、国际香精香料和德之馨四家公司，近年来合计市场份额均保持在 50% 以上，占据中高档市场。

图表 29: 2017 年全球香精香料行业主要企业市场份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

目前我国共有香料香精企业 1000 余家，但年销售额亿元以上的企业仅有 30 余家，行业集中度低，仍停留在中低档市场，随着龙头企业综合竞争力的逐步提高，未来我国香精香料有望走向复合型的发展方向。

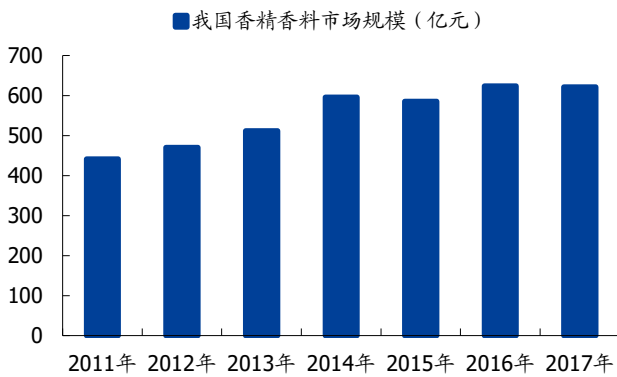
图表 30: 从事香料行业的上市公司

2019年香精香料业务收入(亿元)		香精香料业务主要产品
新和成	17.93	芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等
爱普股份	7.67 (香精 5.43、香料 2.23)	香料(含合成香料和天然香料)、香精(含食用香精和日用香精)
科思股份	2.42	铃兰醛、对叔丁基苯甲醛、对甲氧基苯甲醛、合成茴脑、2-萘乙酮、对甲基苯乙酮
华业香料	2.15	丙位内酯、丁位内酯
金禾实业		甲基麦芽酚

资料来源: 各公司 2019 年年报, 招股说明书, 国盛证券研究所

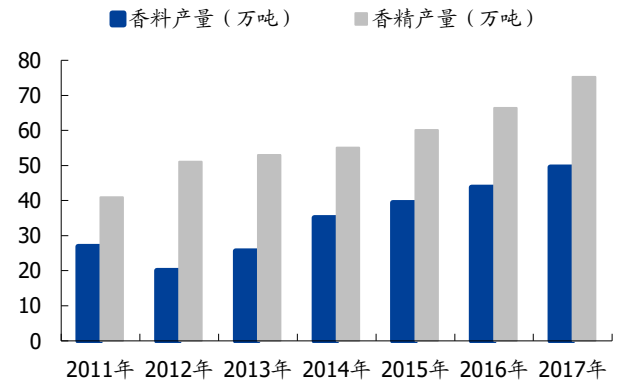
香原料生产逐步向发展中国家转移: 近年来, 全球香料香精大公司纷纷实施产品结构调整, 其本土或国外投资的公司则以生产香精为主(技术核心是调香技术和香精配方, 具有个性化定制, 小规模生产的特点), 而将合成香料生产转移至发展中国家或地区(具有标准化、大批量生产的行业特征)。2017 年我国香精香料行业市场规模达到 621 亿元, 总产量达到 124.8 万吨, 其中香精产量约 75.29 万吨, 香料产量约 49.51 万吨。

图表 31: 我国香精香料行业市场规模



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 32: 近几年我国香精香料产量情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

目前世界上香料品种约 7000 种, 其中合成香料约 6000 多种, 其中全球用量在 5000 以上的品种有 100 多种, 具有品种多、用量少的特点, 同时具备技术性和艺术性双重要求。

图表 33: 香料按需求量分类

分类	特点	全球年均用量 (单品种)	数量	主要品种举例
合成香料	大宗常用	5000 吨以上	100 多种	桃醛、椰子醛、芳樟醇、香叶醇、香兰素、麦芽酚等
	一般常用	500—5000 吨	300 多种	丙位癸内酯、丁位十二内酯、麝香 T、乙偶姻、薄荷酰胺等
	次常用	20—500 吨	1,000 多种	丙位己内酯、草莓酸、硫噻唑等
	不常用或非普遍使用	几十公斤至几吨	5,000 多种	茶香酮、茶螺烷、糖内酯、1-辛烯-3-醇、2,4-癸二烯醛等
天然香料	—	—	约 500 种	玫瑰油、茉莉浸膏、香荚兰酊、白兰香脂等

资料来源: 华业香料招股说明书, 国盛证券研究所

在合成香料市场，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。

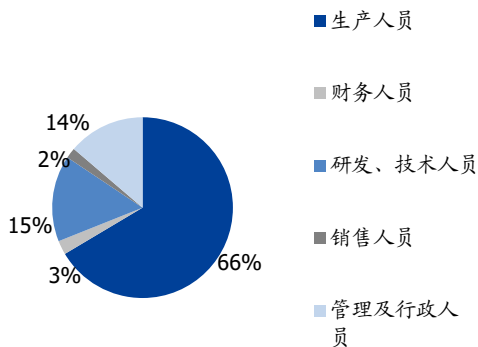
4.看好公司纵横向扩张，长期成长空间大

4.1 立足研发创新与品质管理，公司有望持续开发新产品及新工艺

通过长期自主开发和积累，公司形成了从实验室到工业化生产的研发和转化体系，拥有省级企业技术中心及多项技术成果，掌握了多种防晒剂和合成香料最前沿的工艺技术及制造方法，研发水平处于行业领先地位。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。**截止 2020 年中报，公司已形成 120 余项专利技术（其中包括 22 项产品发明专利）。**公司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，具有持续迭代的多层次技术储备，能够根据市场需求的变化不断研发出新产品和新工艺，为公司的可持续发展提供技术保障。

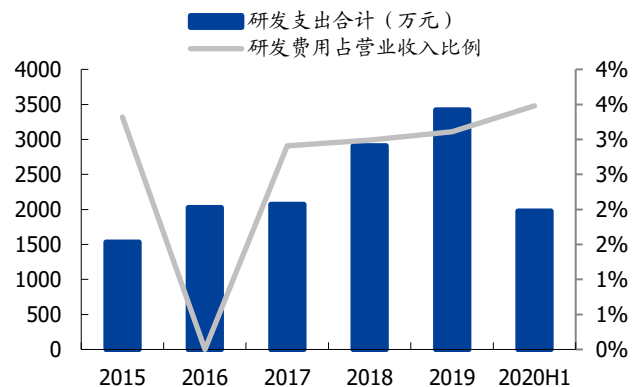
从员工构成来看，截至 2019 年末公司核心技术人员、研发技术人员分别为 3 人和 148 人，分别占公司总人数的 0.31%和 15.42%。

图表 34: 公司员工构成情况 (2019 年)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 35: 公司研发支出及占营业收入比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在合作研发方面，公司一方面与国内知名高校，如南京大学等签订产学研合作协议，合作开发新产品、新工艺等。另一方面与国际知名公司如帝斯曼签订了相关协议，合作开发新技术、新产品。

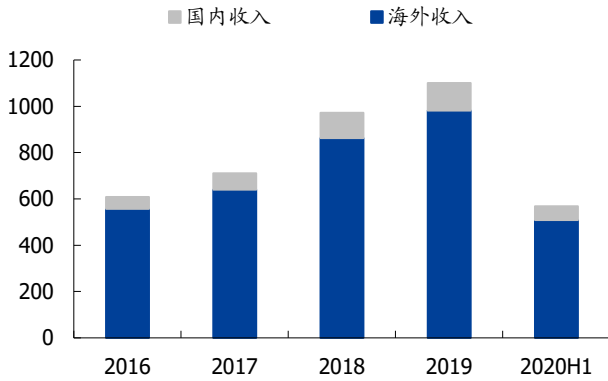
公司针对研发人员有充分的激励机制。公司在新产品开发完成后对项目组、专利发明人和有技术创新贡献的人员会给予不同程度的奖励，可以很好的激发研发人员的技术创新热情。除此之外，研发中心具有单独的绩效考核制度，由公司董事长亲自参与制定并督促执行，有效激发了研发工作人员的工作热情和创新能力。

4.2 下游客户均为全球知名企业

全球化妆品市场目前仍被国外主流品牌主导，公司主要产品现以出口为主，2019 年公司

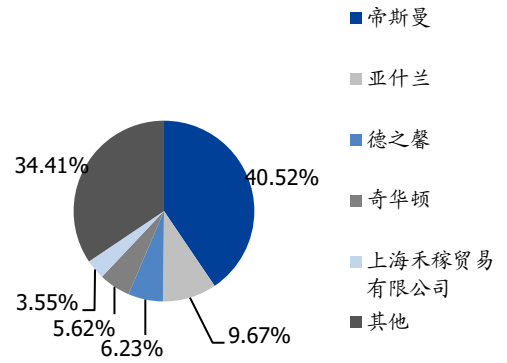
海外收入 9.82 亿元，占公司总收入的 90.14%。

图表 36: 近几年公司海外与国内收入情况 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 37: 公司前五大客户分布情况 (2019 年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司下游客户均为全球知名化妆品公司及香精香料公司。其中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；合成香料不仅覆盖奇华顿、芬美意、IFF、德之馨这全球四家最大的香精香料巨头，另外还包括高砂、曼氏、高露洁等世界知名公司。化妆品活性成分、合成香料等领域的客户一般比较稳定，客户对于供应商的产品品质、质量体系、供应稳定性都有着较高的要求，因此不会轻易变更供应商。

图表 38: 公司化妆品活性成分主要客户



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 39: 公司合成香料主要客户



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

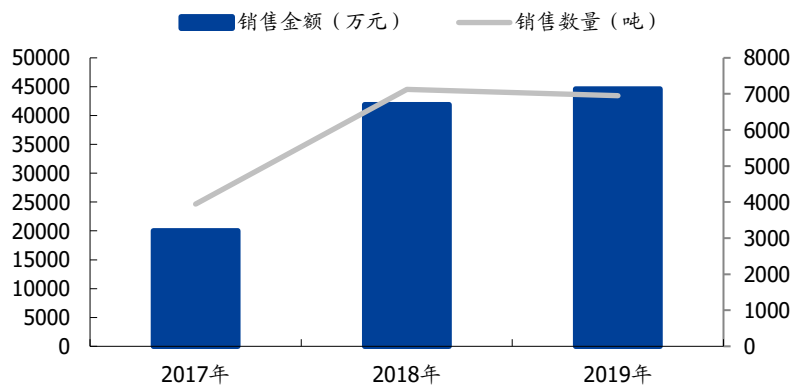
帝斯曼是公司第一大客户，未来有望持续深化合作。帝斯曼 2019 年占公司收入的 40.52%，公司于 2015 年初开始与帝斯曼深入商谈防晒剂产品购销事宜并于当年签订了 5 个防晒产品的采购协议，达成长期合作关系，到 2019 年帝斯曼向公司采购的产品已经达到 8 个，并且公司在这几个产品上都已成为帝斯曼的独家供应商。

图表 40: 帝斯曼向公司采购产品情况

期间	主要产品	帝斯曼向公司采购数量(吨)	帝斯曼向公司采购占其同类产品采购的比例
2017	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S	3,944.63	100.00%
2018	奥克利林、阿伏苯宗、维生素 C 磷酸酯钠、原膜散酯、苯基苯并咪唑磺酸、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S	7,125.12	100.00%
2019	奥克利林、阿伏苯宗、原膜散酯、P-M、对甲氧基肉桂酸异辛酯、水杨酸异辛酯、P-S、维生素 C 磷酸酯钠	6,949.74	100.00%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 41: 公司向帝斯曼销售金额及数量的情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

基于双方公司都想布局新型广谱防晒剂 P-S 产品(双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪), 2015 年下半年开始公司与帝斯曼启动了合作开发 P-S、P-M 的商谈, 公司向帝斯曼独家供应 P-S、P-M 两个产品。

4.3 在研及储备项目众多, 看好公司横向拓张

4.3.1 公司未来将围绕化妆品活性成分及合成香料行业进行持续的品类扩张

按照功能性, 化妆品活性成分除了防晒剂之外, 还包括保湿、美白、控油、嫩肤、除皱等, 随着人们对化妆品的需求越来越丰富, 这些领域还将有较快速度的增长。根据 QYresearch, 2019 年全球化妆品活性成分市场规模达到 257 亿元, 预计到 2026 年可以增长至 402 亿元, CAGR 为 6.5%。公司未来将凭借防晒剂已建立的渠道优势, 不断进行化妆品活性成分领域的品类扩张, 除了新型防晒剂(公司预计 2021 年还将有其他新型防晒产品推出), 还将延伸至清洁、保湿及美白(已有一个产品维生素 C 磷酸酯钠)等赛道, 长期来看公司还有非常广阔的成长空间。

图表 42: 公司现有产品及拟规划开发产品

		现有产品	拟规划开发
防晒剂		阿伏苯宗、奥克立林、对甲氧基肉桂酸异辛、原膜散酯、水杨酸异辛酯、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪	依埃舒
化妆品活性成分	美白剂	维生素 C 磷酸酯钠	熊果苷、覆盆子酮葡糖苷、苯乙基间苯二酚、维生素 C 乙基醚、辛酰水杨酸
	其他		神经酰胺(保湿、抗衰老)、异抗坏血酸钠(抗氧化、防腐保鲜助色剂)
合成香料		铃兰醛、对叔丁基苯甲醛、对甲氧基苯甲醛、合成茴脑、2-茶乙酮、对甲基苯乙酮	香豆素、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸甲酯(以上四个为募投项目) 吐纳麝香、覆盆子酮、新铃兰醇、牛奶内酯、白花醇、香芹酮
其他功能化学品	营养品		肌醇、DL-蛋氨酸
	复合功能防腐剂		百里酚、辛氧基甘油

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司在研项目及进展情况

序号	项目	项目简要描述	项目进展
1	香兰素	以对甲酚为起始原料, 开发完整的香兰素合成新工艺, 实现工业化量产	实验室研究阶段
2	乙基香兰素	以对甲酚为起始原料, 开发完整的乙基香兰素合成新工艺, 实现工业化量产	实验室研究阶段
3	对羟基苯甲醛	采用新工艺以对甲酚为原料合成对羟基苯甲醛, 提高产品的选择性、收率和质量	实验室研究阶段
4	二苯甲酮-3 新工艺	开发全新合成工艺, 提高收率、减少三废、提升产品品质	实验室研究阶段
5	苯乙醇氧基法工艺开发	开发苯乙醇的合成工艺, 提高产品的质量和收率, 提升产品的市场竞争力	实验室研究阶段
6	合成茴脑新工艺的开发	通过新的还原方式制备合成茴脑, 提高产品的收率, 提升产品的市场竞争力	实验室研究阶段

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司于 2020 年 9 月公告新增设立市场部, 未来在市场调研、发酵市场需求及新产品开发等方面有望更进一步。

4.3.2 募投项目主要为防晒剂阿伏苯宗扩产及香料新建项目

此次公司募投项目中的 2.5 万吨高端日用香原料及防晒剂配套项目(一期工程)主要包括防晒剂阿伏苯宗的扩产项目以及香料板块新建香豆素、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯、水杨酸甲酯(冬青油), 预计达产后将形成年销售收入 3.92 亿元, 年销售净利润 4560.69 万元。

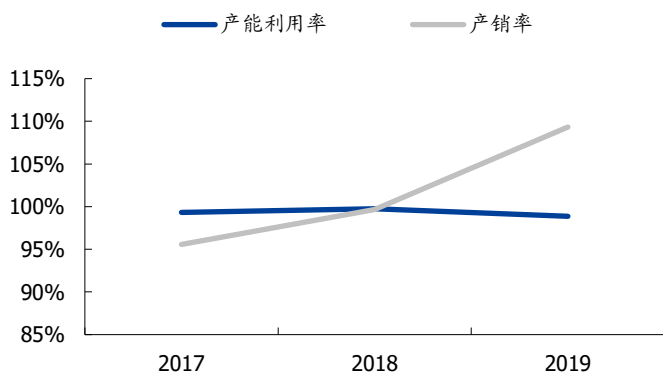
图表 44: 公司 2.5 万吨高端日用香原料及防晒剂配套项目（一期工程）主要产品产能情况

产品名称	产能（吨/年）	备注
香豆素	2,000	1 条
阿伏苯宗	2,000	1 条
水杨酸苄酯	1,500	1 条共线
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

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

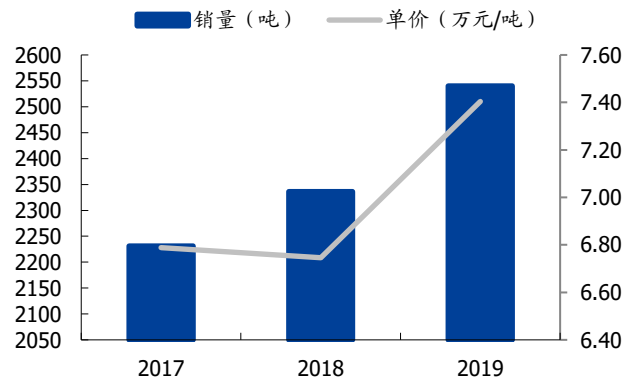
阿伏苯宗是公司现有防晒剂产品之一，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，Olay（玉兰油）、Origins（悦木之源）、Aпивata（艾蜜塔）、AVON（雅芳）、Vaseline（凡士林）、L'OREAL（欧莱雅）、NIVEA（妮维雅）等知名化妆品均有添加此成分。2019 年公司实现销售 2540 吨，实现收入 1.88 亿元，占公司整体收入的 17.26%，是公司收入贡献最大的单品，实现毛利率 36.60%。近几年公司阿伏苯宗产销量快速增加，产能利用率及产销率始终保持在较高水平，主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、欧莱雅、强生等，因此产能已成为目前制约公司发展的主要瓶颈，此次扩产完成将提升阿伏苯宗产品产能，强化规模和成本优势。目前公司已经基本完成了阿伏苯宗生产线及配套基础设施的主体设备安装工作。

图表 45: 公司阿伏苯宗产能利用及就产销率情况



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 46: 公司阿伏苯宗销量及单价情况



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

除阿伏苯宗外，此次公司募投项目还包括新增香豆素、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯等香料类产品，目标客户与公司现有客户具有一致性，投产后将进一步丰富和扩大高品质合成香料的产品结构，更好地满足国内外市场需求。新增的水杨酸甲酯以自用为主，主要作为本项目水杨酸苄酯、水杨酸正己酯的中间体，以及作为公司现有产品原膜散酯和水杨酸异辛酯的原料。

图表 47: 公司募投项目中香料产品用途

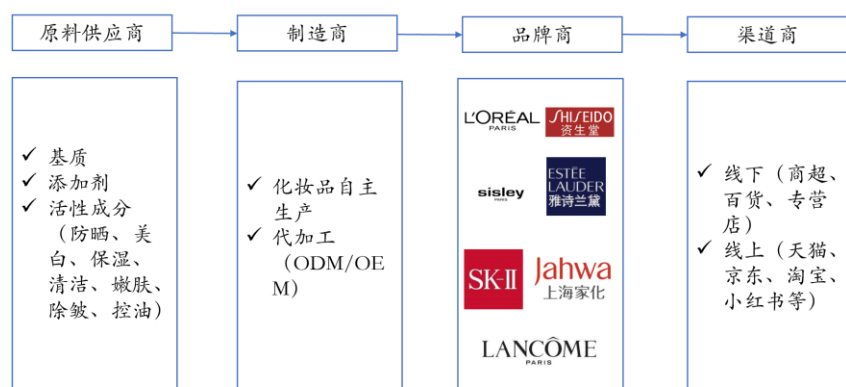
用途	
香豆素	<p>一类是工业用途，用于制造香料，香豆素类衍生物使产品在使用时能散发出芳香气味，给人以新鲜、清新的感觉，受到人们的青睐；在洗涤剂中作为增香剂使用，因其能掩盖喹啉、碘仿和酚类等气息而作为优良的定香剂；同时也用于电镀工业，在电镀、橡胶、塑料等制品中可作为赋香剂和除臭剂。另一类是医药用途，香豆素内酯能够有效帮助人体抗肿瘤、抗氧化、抗血小板凝集、抗血栓、护肝和调节睡眠。从产品的前景来看，无论是工业用途还是医药用途，香豆素均拥有着广阔的应用前景。</p>
水杨酸苄酯	<p>是一种用途广泛的合成香料，广泛用作花香型和非花香型香精的稀释剂和定香剂，如用于茉莉、铃兰、紫丁香等日用香精的定香剂，微量用于杏子、桃子、梅子、香蕉和生梨等食用香精中，可增强香味。同时，它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。此外，它还可以作为医药产品的中间体、农药和塑料的改性剂等，市场前景广阔。</p>
水杨酸正己酯	<p>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，可作为花香、草香与赖伯当、薰衣草、迷迭香等混合香型的协调剂。随着人们生活日益提高，对日用品需求量越来越大，对各类香原料的需求也在稳步增长。</p>
水杨酸甲酯	<p>主要作为本项目水杨酸苄酯、水杨酸正己酯的中间体，以及作为现有产品原膜散酯和水杨酸异辛酯的原料，该产品基本可以在公司体系内部消化，从而有效满足自身产品对于高品质原料的需求。</p>

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

4.4 加强配方研究，未来不排除向防晒剂下游产品发展

化妆品产业链现已形成原料供应商、制造商、品牌商及渠道商几个环节，目前公司在产业链当中扮演上游原料供应商的角色，尚未自己形成配方。随着化妆品行业的持续蓬勃发展，化妆品制造环节还具备非常大的发展和整合空间。公司目前防晒剂已经覆盖了 UVA、UVB 的所有波段，系列产品配套齐全，公司未来在条件成熟的情况下，不排除通过加强配方研究或采用合作开发的模式，向防晒剂下游产品发展，进入到下游化妆品 ODM 市场，打开成长天花板。

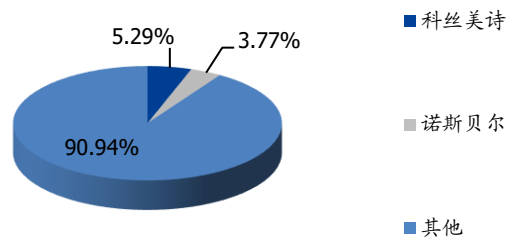
图表 48: 化妆品产业链



资料来源：国盛证券研究所

我们预计目前国内化妆品代加工市场规模约 500 亿元，呈现高度分散的格局，龙头科丝美诗及诺斯贝尔（青松股份子公司）2018 年市占率仅有 5.29% 和 3.77%。其中诺斯贝尔 2019 年 5-12 月业务实现收入 16.04 亿元，毛利率 26.99%。

图表 49: 我国化妆品代加工市场格局



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测假设

- 1、营业收入: 募投项目 2.5 万吨高端日用香原料及防晒剂配套项目(一期工程)产能的逐步释放是公司未来两年营收增长的主要来源, 其中 2000 吨阿伏苯宗扩产项目即将进入试生产状态, 2021 年公司预计还将有新型防晒剂产品推出成为新的利润增长点, 我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 12.07、15.01 及 18.11 亿元。
- 2、毛利率: 我们预计公司 2020~2022 年综合毛利率分别为 33.6%、33.1%及 33.4%。
- 3、费用率: 我们预计公司 2020~2022 年费用率为 14.97%、13.87%及 13.06%。
- 4、净利率: 我们预计公司 2020~2022 年净利率为 15.13%、15.61%及 16.53%。

图表 50: 公司主营业务拆分(亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
化妆品活性成分及其原料							
营收	3.80	4.63	6.85	8.09	8.90	11.56	14.36
yoy		21.84%	47.95%	18.10%	10.00%	29.95%	24.16%
毛利率					35.75%	35.84%	35.86%
合成香料							
营收	1.67	1.98	2.34	2.42	2.66	2.93	3.23
yoy		18.56%	18.18%	3.42%	9.92%	10.14%	10.34%
毛利率					23.84%	23.76%	23.67%
其他主营业务							
营收	0.60	0.45	0.43	0.38	0.40	0.40	0.40
yoy		-25.00%	-4.44%	-11.63%	5.26%	0.00%	0.00%
毛利率					25.00%	25.00%	25.00%
其他业务							
营收	0.02	0.05	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
yoy		150%	120%	0%	0%	0%	0%
毛利率					25%	25%	25%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

估值评级

相对估值法：我们预计公司 2020~2022 年的归母净利润分别为 1.83、2.34 及 2.99 亿元，分别对应 52.9、41.3 及 32.3 倍 PE，我们选取化妆品行业以及日化原料生产行业的公司作为可比公司，公司作为国内化妆品活性成分及合成香料龙头公司，具备明显消费属性，并且是赛道上稀缺的上市公司，未来有望横向及纵向持续扩张，目前估值存在一定低估，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 51: 公司与可比公司估值比较

		EPS			PE			股价
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
688363	华熙生物	1.22	1.45	1.98	103.2	86.8	63.6	125.87
603605	珀莱雅	1.95	2.38	3.06	71.3	58.4	45.5	139.10
300132	青松股份	0.88	1.07	1.24	29.4	24.2	20.9	25.86
002709	天赐材料	0.03	1.20	1.34	1689.3	42.2	37.8	50.68
	平均				473.3	52.9	41.9	
300856	科思股份	1.36	1.62	2.08	63.0	52.9	41.3	85.69

资料来源：国盛证券研究所（其余公司盈利预测取自 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 9 月 25 日）

6. 风险提示

全球疫情影响下游需求：全球疫情的持续发展可能会消费市场产生一定抑制，从而影响公司产品需求。

客户依赖风险：公司前五大客户集中度较高，其中 2019 年公司向帝斯曼销售额占营业收入的比例为 40.52%。如果公司主要客户因经营情况发生重大不利变化而减少对公司的采购，将在一定时期内影响公司的产品销售和盈利能力。

环保与安全生产的风险：公司在生产过程中会产生三废排放，同时生产经营中部分存货属于危险化学品，因此公司存在环保污染和发生危险化学品事故的风险。

汇率波动的风险：公司出口收入占比较高，主要采用美元、欧元计价，因此人民币汇率波动可能会对公司业绩产生一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com