万联证券 WANLIAN SECURITIES

防晒剂领域稀缺标的，产销两旺拉动业绩增长

——科思股份（300856）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2021 年 03 月 22 日

投资要点：

- **公司专注日化品原料生产研发二十余年，注重技术研发，生产基地获国际认证：**公司主营防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等日用化学品原料的研发、生产和销售业务。公司始终注重以市场为导向寻求技术突破，经 20 余年的技术积累，现公司生产研发实力雄厚，是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证的日化品原料生产商。公司已凭借可靠的产品质量获取了众多优质客户资源，产品销往多个国家，市场份额可观。
- **防晒产品市场需求虽消费升级快速增长，公司系全球领先防晒剂生产商，市场份额近三成：**随着消费者防晒意识的提高，近年防晒产品市场规模快速扩张，带动原材料防晒剂需求同步上涨。公司现有防晒剂产品已覆盖市场主要化学防晒剂品类，涵盖 UVA、UVB 所有波段。截至 2019 年末，公司共有防晒剂产能约 2.35 万吨，结合 Euromonitor 对全球防晒剂年均增速预测数据来看，公司 2019 年防晒剂产品占全球市场份额近 3 成。公司现已与帝斯曼、拜尔斯道夫、欧莱雅、宝洁、强生等知名大型跨国企业建立了长期稳定的业务合作关系，防晒剂产品订单量得到有力保障。
- **全球香料香精市场向中国等发展中国家转移，公司是国内合成香料代表企业之一：**近年全球合成香料市场正逐渐向国内转移，我国香精香料市场以中小企业居多。公司是国内为数不多的具有一定规模的香精香料生产企业，主要产品包括铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等，其中铃兰醛方面公司是全球三大仅有的大规模生产厂家之一。德之馨、奇华顿、高露洁等知名跨国企业均为公司香料板块客户，板块营收、盈利稳步双增长。
- **盈利预测与投资建议：**基于公司在行业内的地位、各产业链布局和对未来行业景气度判断，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 9.81/11.93/13.81 亿元，EPS 分别为 1.34/1.59/2.02，对应的 P/E 分别为 41.5/35.1/27.5。首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险因素：**海外疫情严重，影响公司海外业务；原材料价格大幅波动；在研保湿产品研发进度不及预期。

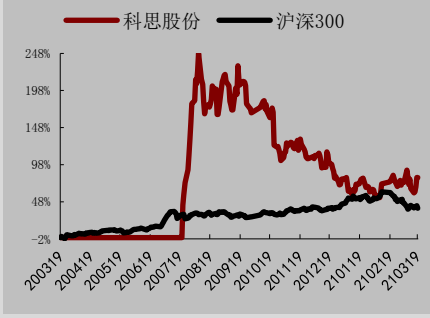
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,100	981	1,193	1,381
增长比率（%）	13.2%	-10.8%	21.6%	15.8%
净利润(百万元)	154	151	179	229
增长比率(%)	77.2%	-1.6%	18.3%	27.6%
每股收益(元)	1.36	1.34	1.59	2.02
市盈率(倍)	40.8	41.5	35.1	27.5

数据来源：携宁、万联证券研究所

基础数据

行业	
公司网址	
大股东/持股	南京科思投资发展有限公司/52.18%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	112.88
流通A股（百万股）	28.22
收盘价（元）	55.21
总市值（亿元）	62.32
流通A股市值（亿元）	15.58

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2021 年 03 月 19 日

相关研究

分析师： 黄侃
执业证书编号：S0270520070001
电话：02036653064
邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、专注日化品原料生产研发二十年，化学防晒剂领域佼佼者 4
1.1 公司背景及股权结构 4
1.2 公司主营业务概述 5
1.3 公司财务情况分析 7
2、全球化妆品市场快速扩张，防晒成热门细分品类 10
2.1“颜值经济”时代，化妆品消费升级 10
2.2 防晒是增长最快的化妆品细分品类，市场规模超百亿 11
3、公司系防晒剂行业领先制造商，防晒剂产品产销两旺 13
3.1 防晒市场扩张带动防晒剂需求增长，亚太地区系防晒剂主要消耗区域 13
3.2 公司是全球领先防晒剂生产商，市场份额近三成 15
3.3 深度绑定帝斯曼，合作开展产品研发 17
4、全球合成香料市场向国内转移，公司实现营收盈利双增长 18
4.1 市场规模平稳增长，竞争格局较为稳定 18
4.2 香料香精行业代表企业，业务网络国际化订单量逐年释放 20
5、积极扩产巩固市场，横向拓品长远发展可期 22
6、公司市场估值分析 23
7、盈利预测及假设 24
8、风险提示 25

图表 1：公司发展历程 4
图表 2：公司股权结构 4
图表 3：科思股份所处产业链 5
图表 4：公司主营产品 6
图表 5：主营业务分板块营收（亿元） 6
图表 6：主营业务分板块毛利率（%） 6
图表 7：分地区营收（亿元） 7
图表 8：2019 年分销售模式营收结构（亿元） 7
图表 9：营业总收入及同比增长率 8
图表 10：归母净利润及同比增长率 8
图表 11：销售毛利率及净利率（%） 8
图表 12：三费率（%） 8
图表 13：防晒剂类产品价格趋势（万元/吨） 8
图表 14：合成香料类产品价格趋势（万元/吨） 8
图表 15：应收账款周转率与存货周转率（次） 9
图表 16：现金流情况（亿元） 9
图表 17：研发费用及研发费用率 10
图表 18：全球化妆品市场规模（亿美元） 10
图表 19：2019 年全球化妆品产品结构 11
图表 20：2019 年全球化妆品消费国家结构 11
图表 21：我国化妆品行业市场规模（亿元） 11
图表 22：2019 年中美日韩化妆品人均消费及增速对比 11
图表 23：不同波段紫外线对皮肤伤害程度 12
图表 24：全球及我国防晒类产品市场规模走势 12

万联证券

图表 25：淘系平台防晒类产品月成交额及增速 13
图表 26：淘系平台防晒类产品月销量及增速 13
图表 27：化妆品基本原料分类 13
图表 28：物理防晒和化学防晒原理区别 13
图表 29：防晒剂区域市场规模 14
图表 30：我国防晒剂区域市场规模（亿元） 14
图表 31：公司主要防晒剂产品介绍 15
图表 32：公司防晒剂类产品市场份额（吨,%） 16
图表 33：公司防晒剂类产品产销情况（左轴：吨、右轴：%） 16
图表 34：公司防晒剂等化妆品活性成分主要客户 16
图表 35：帝斯曼采购金额及占比 17
图表 36：P-S、P-M 销售收入（万元）及占比（%） 18
图表 37：全球香料香精市场规模 18
图表 38：中国香料香精市场规模 19
图表 39：2017-2019 年合成香料订单量（万元） 20
图表 40：2017-2019 年合成香料细分产品的销售量（吨） 20
图表 41：2017-2019 年合成香料产销情况（吨） 20
图表 42：2017-2019 年合成香料细分产品的销售价格（千元/吨） 21
图表 43：2017-2019 年合成香料细分产品的毛利额和毛利率 21
图表 44：2017-2019 年合成香料的毛利额和毛利率 22
图表 45：2017-2019 年合成香料细分产品的毛利率 22
图表 46：公司募投项目情况 22
图表 47：马鞍山一期项目 23
图表 48：可比公司估值情况 23
图表 49：公司未来 3 年营收预测 24

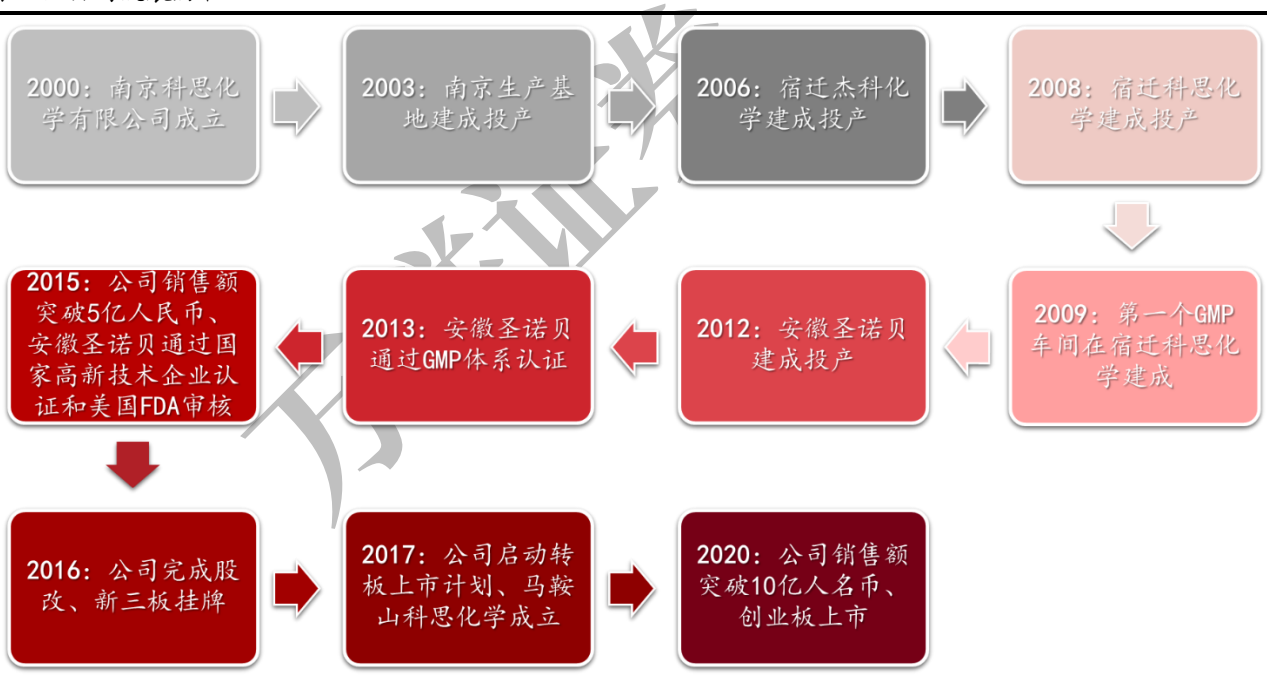
万联证券

1、专注日化品原料生产研发二十年，化学防晒剂领域佼佼者

1.1 公司背景及股权结构

科思股份创建于2000年4月，自成立以来公司始终从事日用化学品原料的研发、生产和销售业务，具体产品涵盖防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。二十余年间公司以市场为导向不断实现技术突破，旗下生产基地已通过国际及国内权威体系认证，产品生产及研发体系完备。如今公司已跻身全球主要化学防晒剂制造商行列，合成香精产品也在业内颇有竞争力。坚实的生产研发实力同时也为公司引来了众多优质客户资源，产品销往多个国家市场份额十分可观。2017年，公司启动转板计划并于2020年完成了创业板上市工作。（股票代码：300856.SZ）

图表 1：公司发展历程

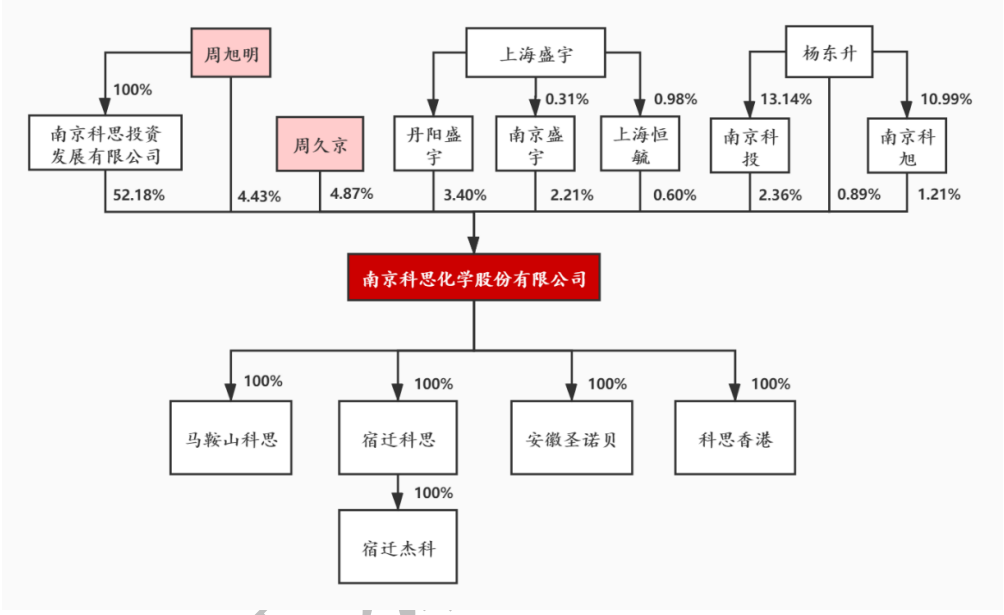


资料来源：公司官网、万联证券研究所

公司实际控制人为周久京和周旭明父子，周旭明担任公司董事长，直接持股4.43%，另外通过全资持有南京科思投资发展有限公司间接持股52.18%。其父周久京直接持股4.87%，二人合计持股比例为61.48%。杨东升系周旭明之姐夫、周久京之女婿，同时系公司股权激励计划中南京科投和南京科旭有限合伙人，其合计持股比例约为1.06%。丹阳盛宇、南京盛宇和上海恒毓均为私募投资基金，其实际控制人为上海盛宇。

公司现有马鞍山科思、宿迁科思和安徽圣诺贝3家大陆境内全资子公司、科思香港一家境外全资子公司和宿迁杰科一家全资孙公司。宿迁科思、宿迁杰科及安徽圣诺贝主要进行化妆品活性成分及其原料、合成香料的生产及对内销售，科思香港则进行产品的对外销售。

图表 2：公司股权结构

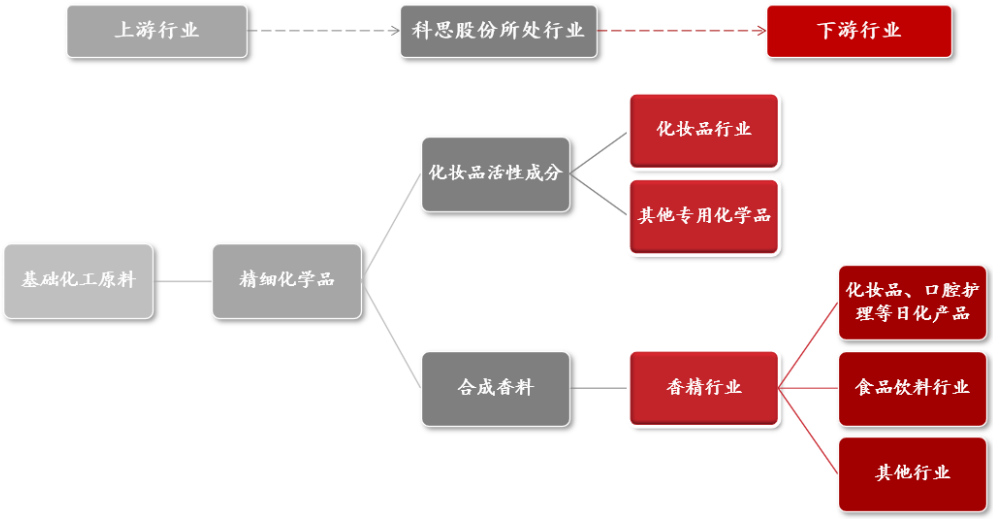


资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 公司主营业务概述

公司主营产品可划分为化妆品活性成分及其原料、合成香料和其他产品三大板块，均属于精细化工行业的下游行业，位处产业链中部，产品上游主要原材料为基础化工品，下游终端材料多为化妆品、日化品等周期性较弱的消费产品。

图表 3：科思股份所处产业链



资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

- **化妆品活性成分及其原料：化妆品活性成分及其原料产品板块主要为防晒剂及其原料，广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品、紫外线吸收剂中。**主要产品包括防晒剂阿伏苯宗（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），以及防晒剂原材料对甲氧基苯乙酮（MAP）、对叔丁基苯甲酸甲酯（MBB）等，原材料在满足自身使用的基础上部分对外销售。化妆品活性成分及其原料产品板块所有产品现有合计产能为23460吨。

- **合成香料：合成香料是通过化学合成方法生产的香料，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**，主要产品包括铃兰醛（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，板块内所有产品现有合计产能为9800吨。

- **其他产品：**此外，**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，合计产能为5300吨。

图表 4：公司主营产品

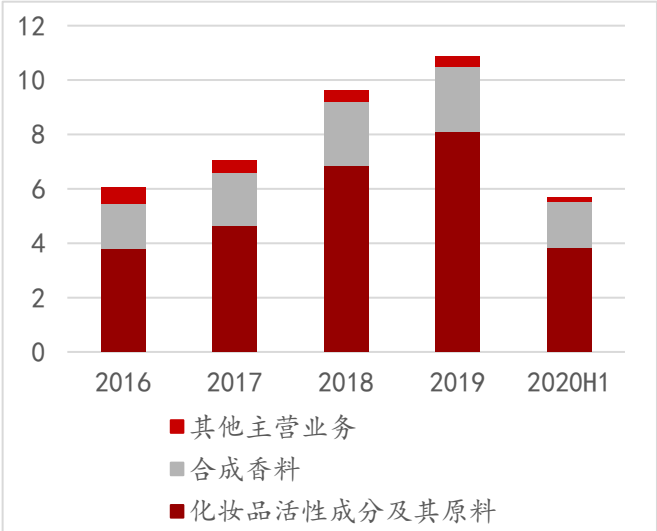


资料来源：公司公告、万联证券研究所

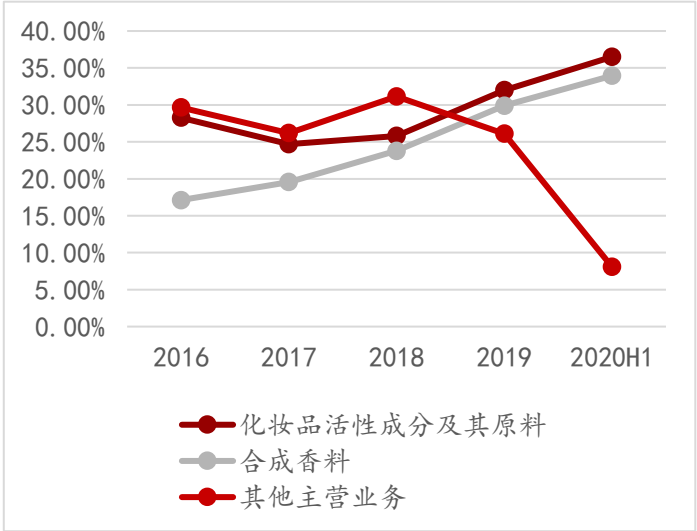
化妆品活性成分及其原料和合成香料产品两板块系公司主要营收来源，且近年来营收增长稳健。2020H1公司合成香料实现营业收入1.67亿元，同比大幅增长40.18%；毛利率为33.95%，同比增长6.33%。化妆品活性成分及其原料板块实现营业收入3.85亿元，同比小幅下滑9.66%；毛利率为36.51%，同比增长8.24%。

图表 5：主营业务分板块营收（亿元）

图表 6：主营业务分板块毛利率（%）



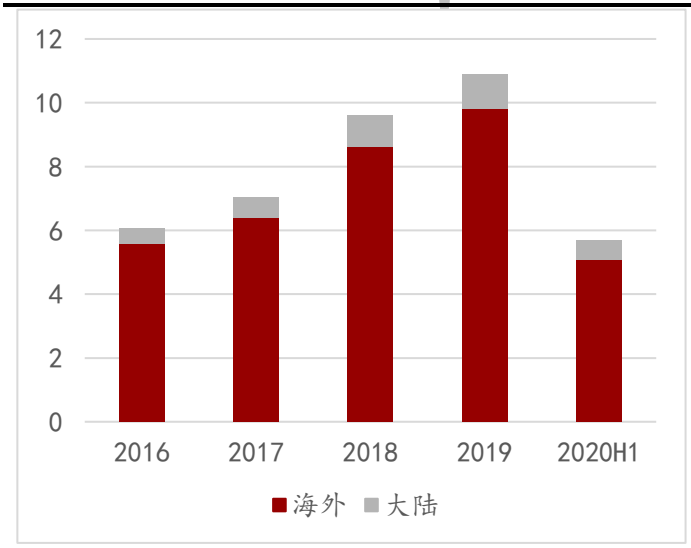
资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

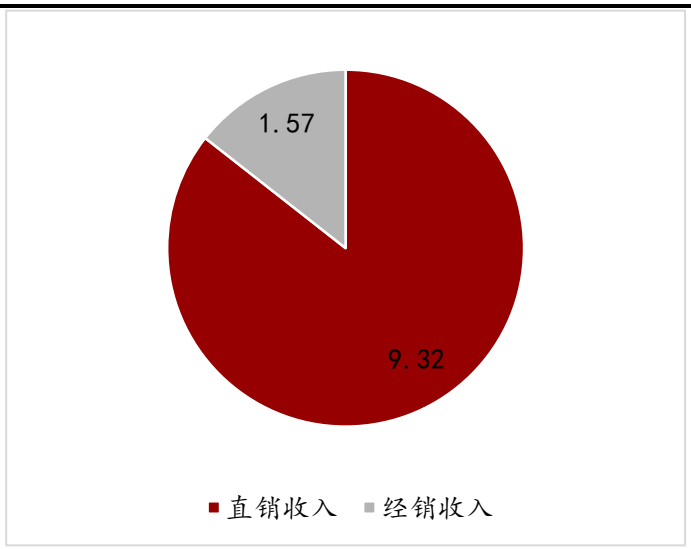
分地区来看，公司产品大多销往欧美、亚太地区等全球最主要的化妆品和香料香精市场。2020H1公司主营业务中海外营收5.08亿元，占比89.43%；大陆地区营收0.60亿元，占比10.56%。**销售方面公司主要采取“直销为主、经销为辅”的策略**，对于具有一定规模的大中型终端客户采取直销模式，对于区域集中但单一采购体量较小的客户群则采用经销模式。2019年公司直销模式销售收入为9.32亿元，占比85.55%；经销模式销售收入为1.57亿元，占比14.45%。

图表 7：分地区营收（亿元）



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

图表 8：2019 年分销售模式营收结构（亿元）

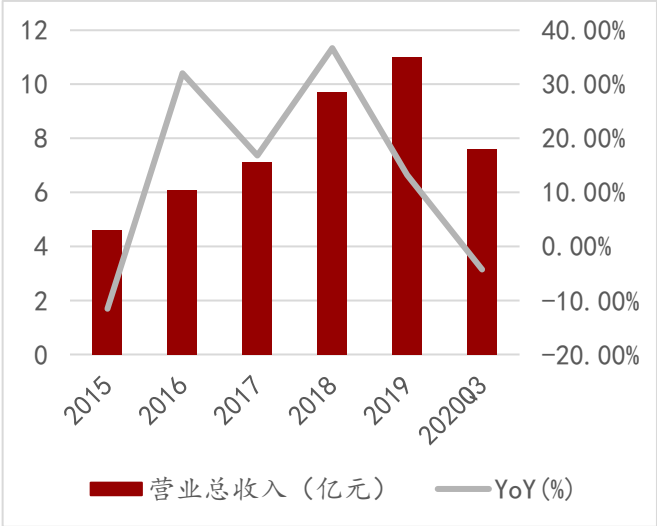


资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

1.3 公司财务情况分析

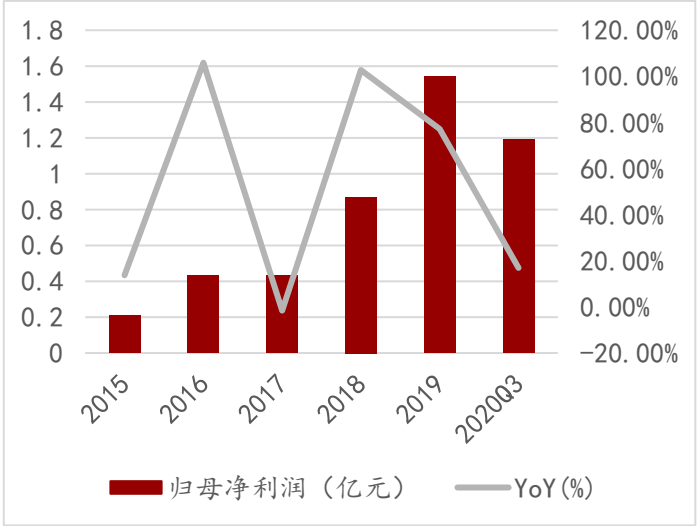
主营产品量价齐升，公司业绩持续提升。近年来，下游化妆品、日化品等终端行业需求不断增长、公司生产规模持续扩张。另外受原材料价格波动等因素影响，公司主营产品售价也有所上调。综合因素影响下公司营收及盈利能力持续增长。2020Q3公司实现营业总收入7.62亿元，同比下滑4.30%；实现归母净利润1.19亿元，同比增长16.87%；销售毛利率和净利率分别为35.21%和15.59%。

图表 9：营业总收入及同比增长率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

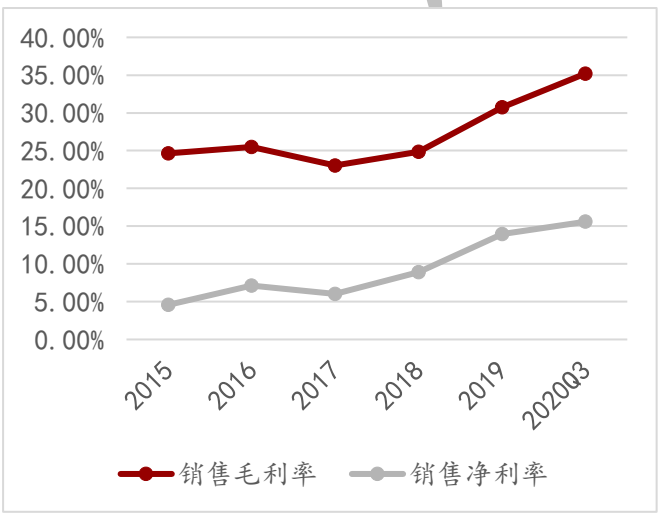
图表 10：归母净利润及同比增长率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

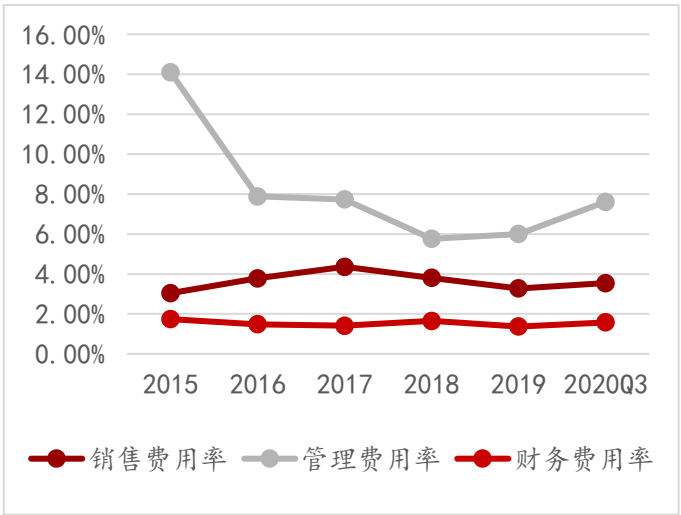
费用率方面，公司近年销售费用率和财务费用率水平较为稳定，2020Q3分别为3.54%和1.57%；管理费用率2020Q3为7.61%，较2019年增长1.61pct，主要原因系公司2020年职工薪酬较上年同期明显增长。

图表 11：销售毛利率及净利率（%）



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

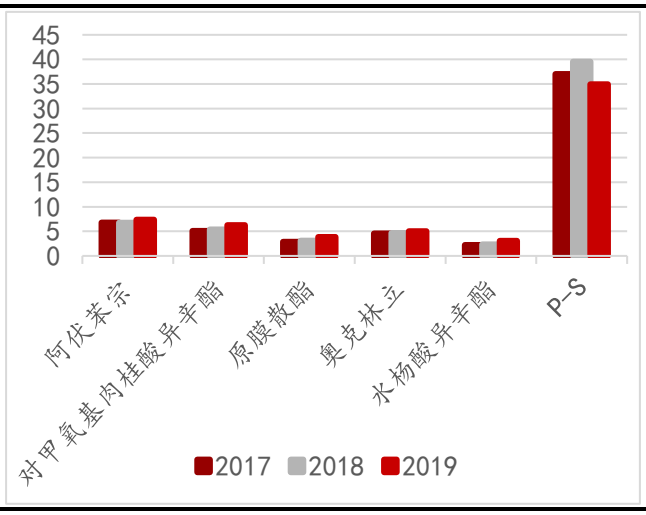
图表 12：三费率（%）



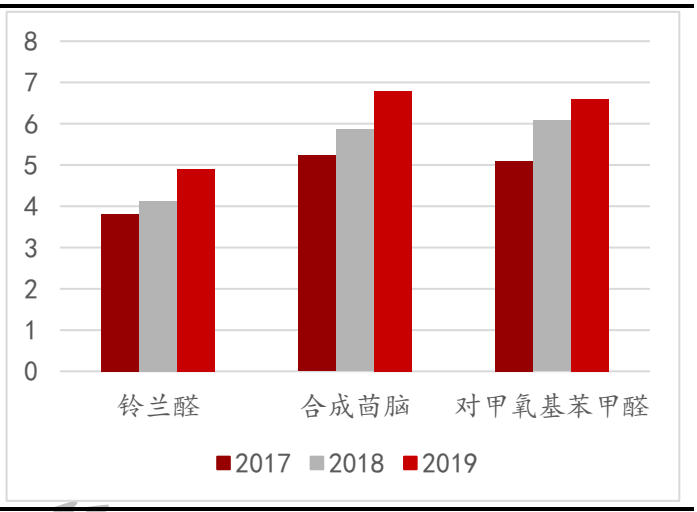
资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

图表 13：防晒剂类产品价格趋势（万元/吨）

图表 14：合成香料类产品价格趋势（万元/吨）



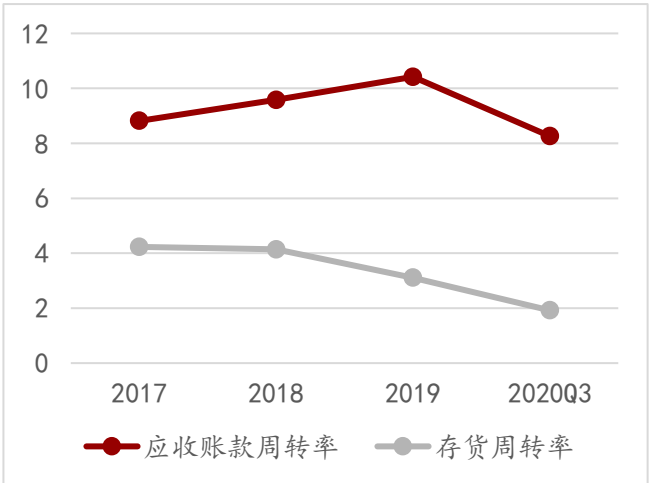
资料来源：公司公告、万联证券研究所



资料来源：公司公告、万联证券研究所

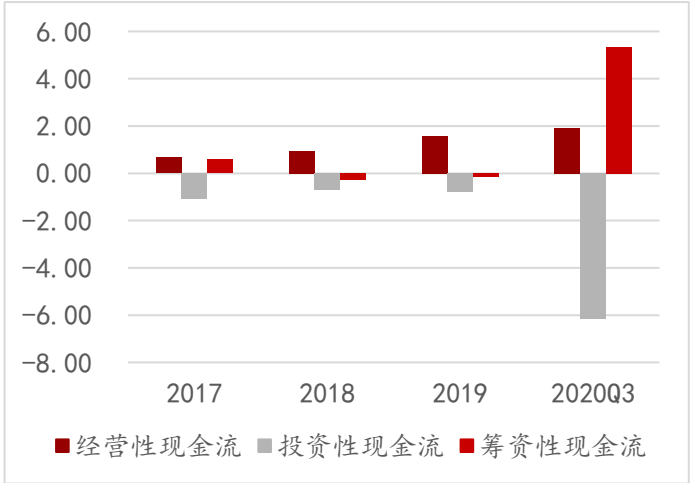
应收账款周转情况良好，资金有序回笼保障公司正常运营。近年公司销售规模持续扩大，为保证订单的及时交付，公司增加备货因而存货周转率有所下降。公司合作客户多为资金实力雄厚、信誉良好的国际知名化学品公司，因此公司在应收账款方面始终保持良好的回款水平，2018-2019年随着公司销售规模的扩大，公司同时也加强了对应收账款的管理水平，使得应收账款周转率提高、应收账款回款加速。应收账款的有序回笼同时也保障了公司经营现金流的净流入、确保了公司在日常经营过程中保持充足的流动性。2020Q3公司经营性现金流为1.91亿元、投资性现金流为-6.17亿元、筹资性现金流为5.33亿元，其中投资性现金流和筹资性现金流明显增长系公司IPO公开募集资金用于募投项目建设。

图表 15：应收账款周转率与存货周转率（次）



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

图表 16：现金流情况（亿元）

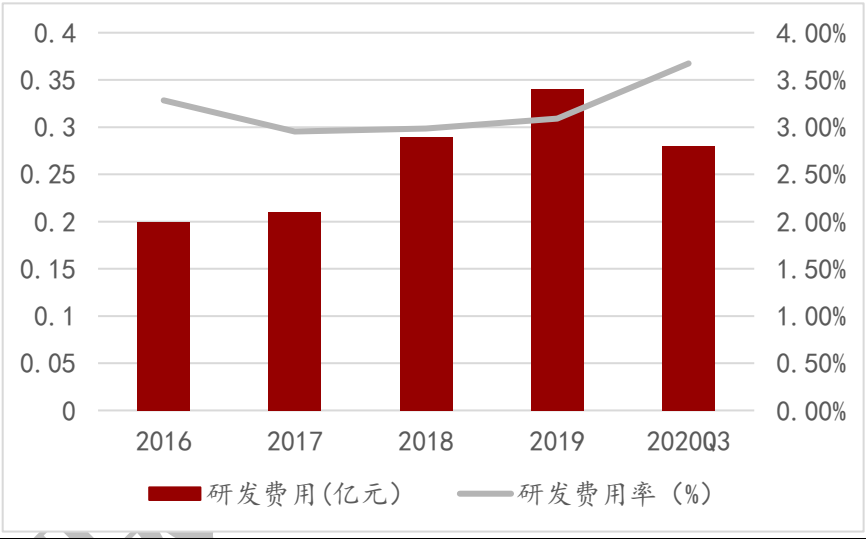


资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

作为技术导向型企业，公司始终坚持自主研发与技术引进并重。一方面，公司积极引进科研人才打造一流研发团队，并制定出研发人员激励制度以提高研发效率和积极性，截至2019年末公司已有核心技术人员和研发技术人员3人、148人，分别占公司总人数比例为0.31%、15.42%。另一方面，公司为子公司宿迁科思和安徽圣诺贝分别建设了致力于研发香原料产品和防晒剂产品的研发中心，两所研发中心的核心研发人员中包括博士3名、硕士3名和本科39名，且大多出自国内一流高校。此外，公司还寻

求与高校及知名企业合作，共同研发新产品、新技术。在公司多年来的努力下，如今已掌握多项核心技术，研发实力不容小觑，科研水平行业一流，截至2019年末，公司已取得110余项专利技术，包括22项产品发明专利。近年公司依旧在持续加大研发投入，2020Q3公司研发投入金额为0.28亿元，研发费用率为3.67%。

图表 17：研发费用及研发费用率



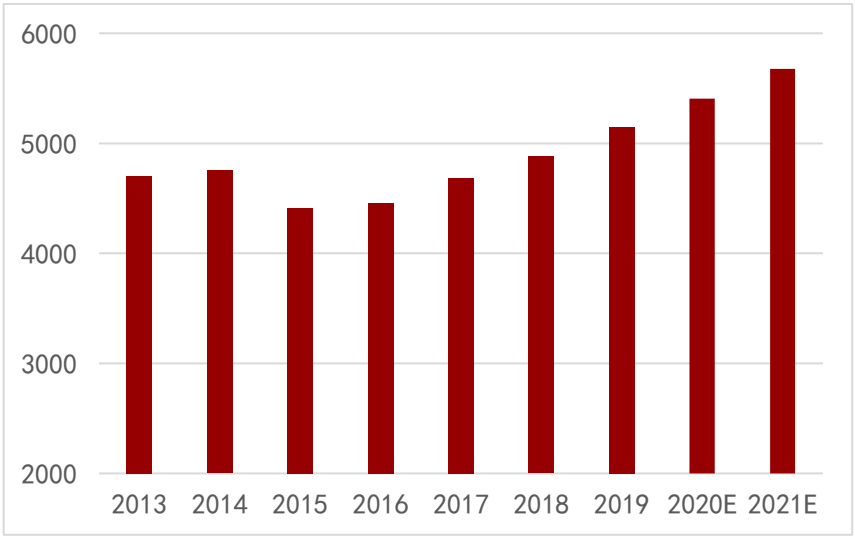
资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

2、全球化妆品市场快速扩张，防晒成热门细分品类

2.1 “颜值经济”时代，化妆品消费升级

在经济快速发展的时代背景下，大众消费能力逐年升级。**在“颜值经济”兴起、电商平台愈发完善、美妆KOL影响力提升等多重因素影响下，全球化妆品市场规模快速增长。**据Euromonitor统计数据显示，2018年全球化妆品市场规模已达到4880亿美元。结合欧莱雅2019年财报数据中测算出5%-5.5%左右的全球化妆品市场规模增速，预计到2021年全球化妆品市场规模将达到5675.67亿美元。

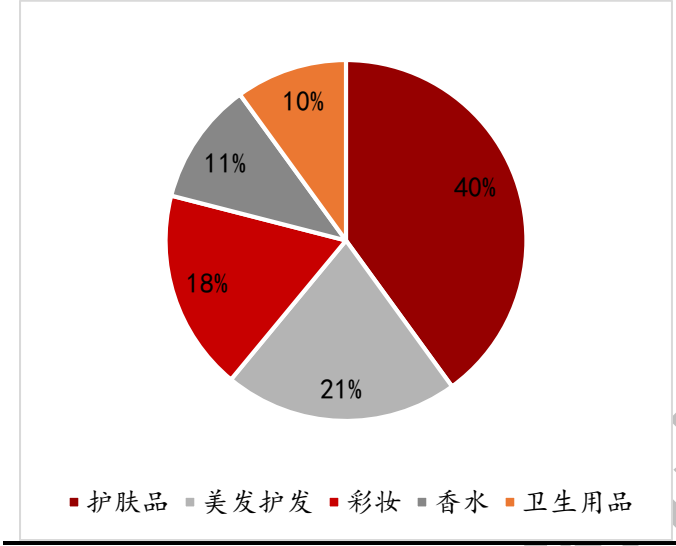
图表 18：全球化妆品市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor、前瞻产业研究院、万联证券研究所

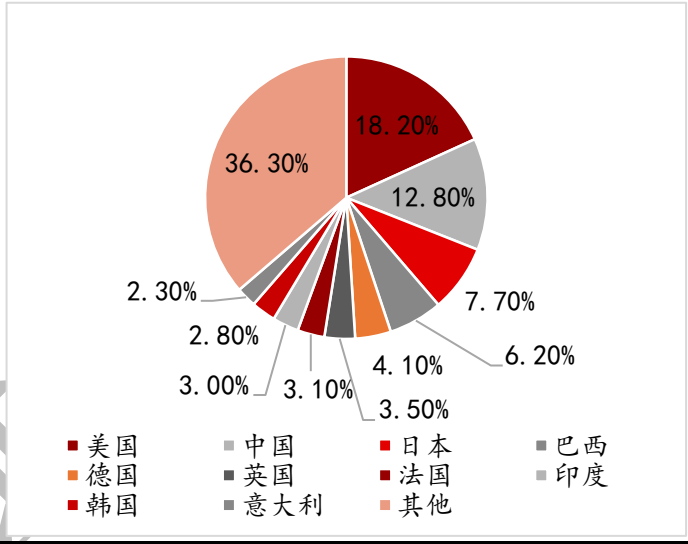
美国化妆品消费量居全球首位，护肤品类化妆品占比最高。从产品结构来看，2019年全球消费量最高的品类是护肤品，消费占比在40%左右；从地区来看，全球化妆品消费量前三名的国家分别为美国、中国和日本，消费占比分别为18.20%、12.80%和7.7%。

图表 19：2019 年全球化妆品产品结构



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

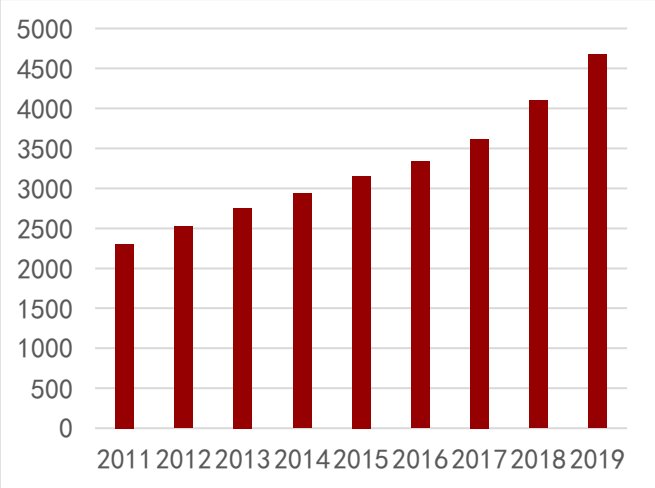
图表 20：2019 年全球化妆品消费国家结构



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

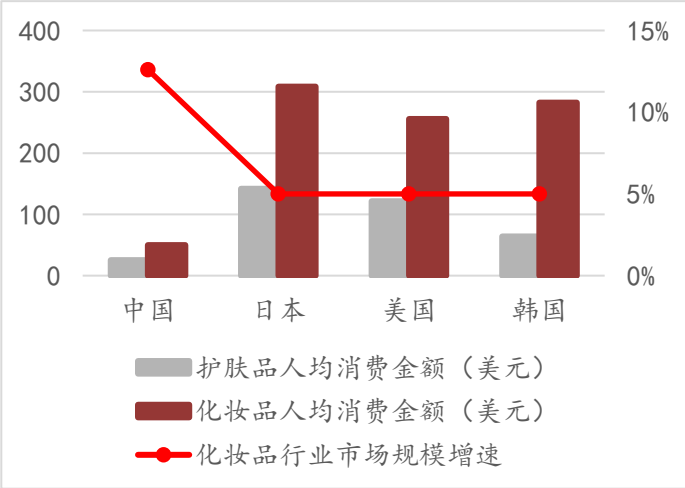
我国化妆品人均消费水平较低，市场增长潜力可观。从整体市场规模来看，我国是全球化妆品消费量第二大国，据前瞻产业研究院推测数据显示2019年我国化妆品市场规模已达到4677亿元。但从人均消费量来看，我国化妆品及护肤品人均消费量远不及同样位列化妆品市场规模前三名的美国和日本，甚至低于市场规模全球排名第九的韩国，由此来看我国化妆品人均消费方面还有较大增长空间。事实上，随着我国人均可支配收入的增长和消费升级，我国化妆品市场正处于快速扩张阶段，据国家统计局数据显示，2019年我国限额以上单位零售额同比增速为12.6%，与全球5%-5.5%的增速相比高出约7pct，市场增长潜力可观。

图表 21：我国化妆品行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

图表 22：2019 年中美日韩化妆品人均消费及增速对比

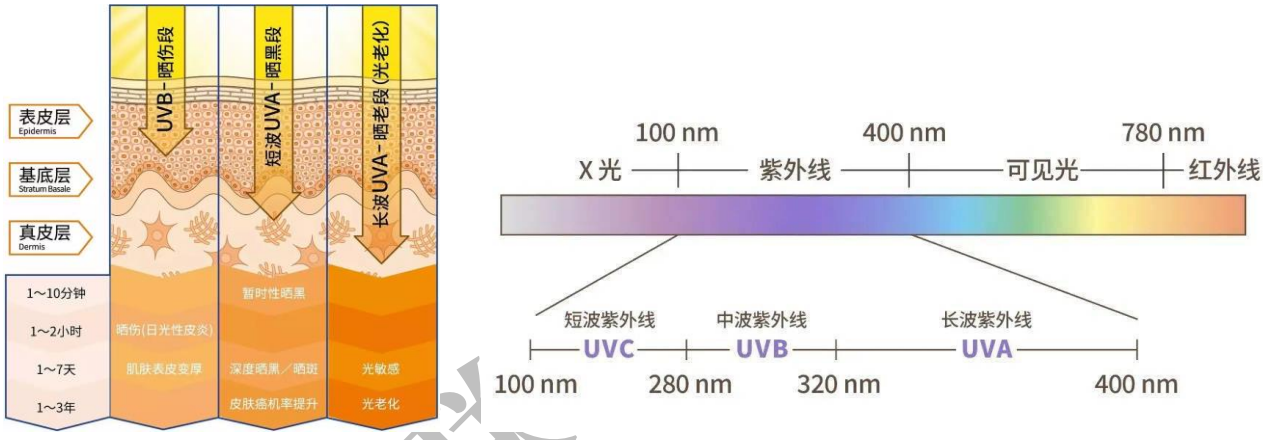


资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

2.2 防晒是增长最快的化妆品细分品类，市场规模超百亿

长时间受紫外线照射，UVA、UVB会对人体产生一定损害。紫外线根据波长的不同可划分为高频短波紫外线（UVC）、中频中波紫外线（UVB）和低频长波紫外线（UVA）。UVC通常会被臭氧层阻隔不会到达地球表面，而UVB和UVA可以穿透臭氧层照射至人体。UVB能够被皮肤表皮吸收，但由于其阶能较高，长期照射会导致皮肤晒伤出现红斑、炎症等症状，严重者甚至可能导致皮肤癌；UVA穿透力较强，能达到真皮深处并对表皮黑色素起作用，从而导致皮肤变黑，长期积累会加速皮肤老化。

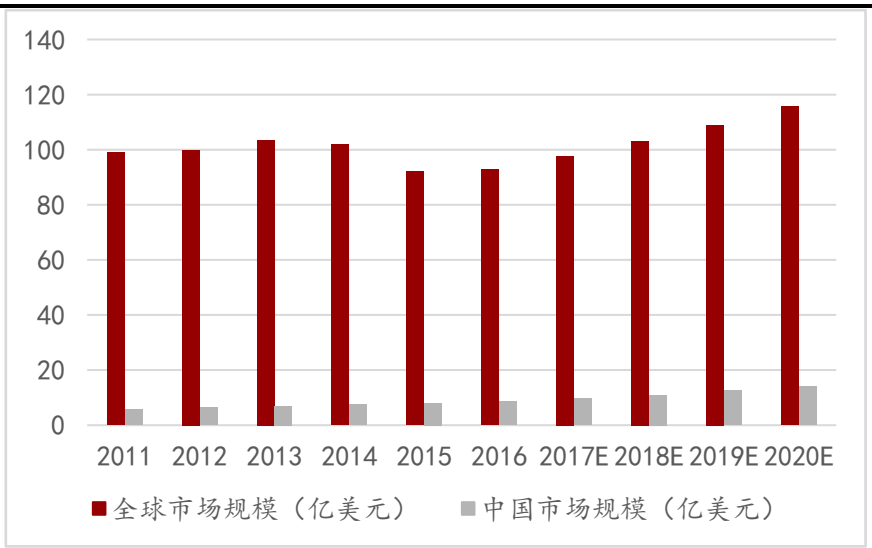
图表 23：不同波段紫外线对皮肤伤害程度



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

消费者防晒意识提高，防晒产品市场规模快速增长。为防止皮肤受到损害避免光老化，近年来越来越多的消费者意识到了防晒的重要性，防晒产品的市场需求正快速提升，据Market Research研究表明，防晒产品是高端化妆品市场中增长最快的细分品类。据Euromonitor数据显示，全球防晒产品增速在5.6%左右，2018年全球防晒市场规模已超百亿美元，2020年则有望增长至115.69亿美元。同时Euromonitor对中国防晒市场也做出了预测：我国防晒市场增速显著高于国际市场，预计我国防晒市场规模将以8.27%的复合增速于2021年增长至82.36亿元。

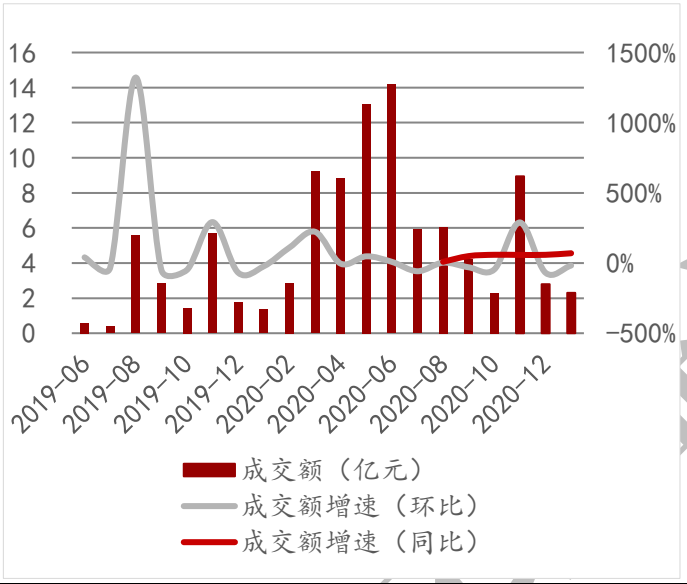
图表 24：全球及我国防晒类产品市场规模走势



资料来源：Euromonitor、公司招股说明书、万联证券研究所

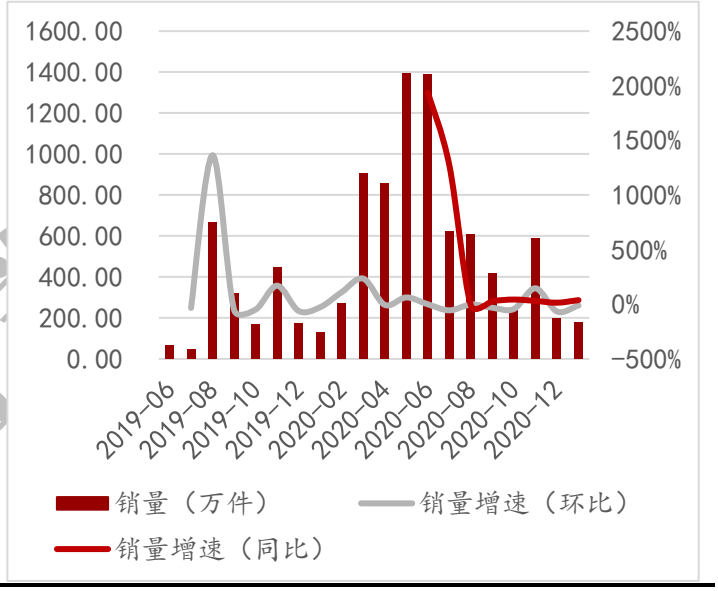
我国电商平台防晒产品销量及成交额同比快速增长。淘数据中近两年我国防晒产品电商销售情况佐证了Euromonitor对我国防晒市场高速增长的预测：尽管季节性导致电商平台中防晒产品月销量波动较大，但从其月成交额及销量的同比增速可以看出，我国防晒产品的销量和销售额正处于快速增长阶段，2020年9月至今淘系平台防晒产品月成交额同比增速均值在50%左右，月销量同比增速均值则在则在25%左右。

图表25：淘系平台防晒类产品月成交额及增速



资料来源：淘系平台、万联证券研究所

图表26：淘系平台防晒类产品月销量及增速



资料来源：淘系平台、万联证券研究所

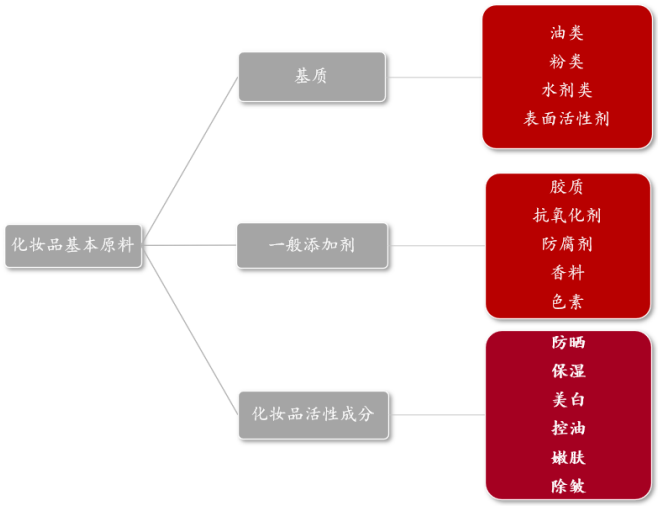
3、公司系防晒剂行业领先制造商，防晒剂产品产销两旺

3.1 防晒市场扩张带动防晒剂需求增长，亚太地区系防晒剂主要消耗区域

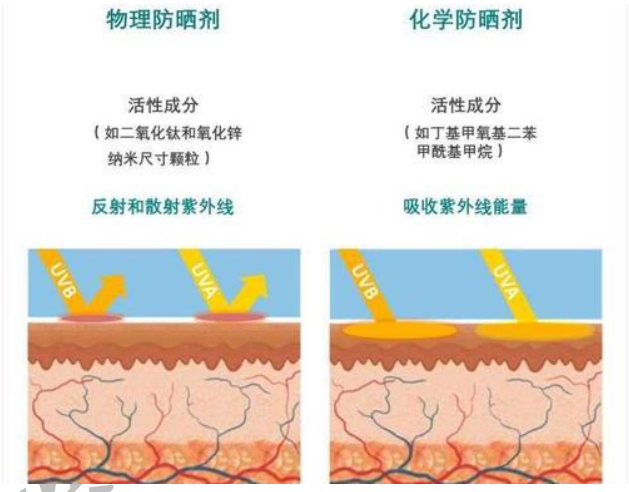
化妆品中通过添加防晒剂达到防晒功效，化学防晒剂最为普遍。化妆品基本原料可划分为基质、一般添加剂和化妆品活性成分，其中不同活性成分用于实现化妆品不同的功效。化妆品可以通过添加防晒剂而实现防晒的功能，根据防晒剂作用原理的不同可将其划分为物理防晒剂和化学防晒剂。物理防晒剂通过反射和折射紫外线起到防晒的作用，化学防晒剂则通过吸收紫外线能量起到防晒的作用。目前市面上大多防晒产品都采用化学防晒原理，单纯添加物理防晒剂的防晒产品较为少见。

图表 27：化妆品基本原料分类

图表 28：物理防晒和化学防晒原理区别



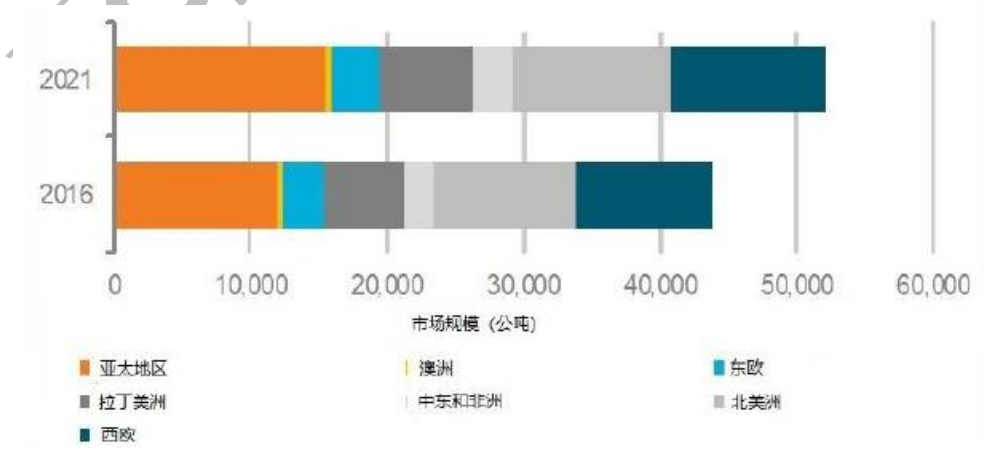
资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

防晒产品销量的持续增长带动上游防晒剂需求增长。据Euromonitor数据显示，预计2016-2021年全球防晒剂消耗量将由4.4万吨增长至5.2万吨，增速约为4%。分区域来看，亚太地区是消耗防晒剂的主力，且其消耗量增速高于其他地区。

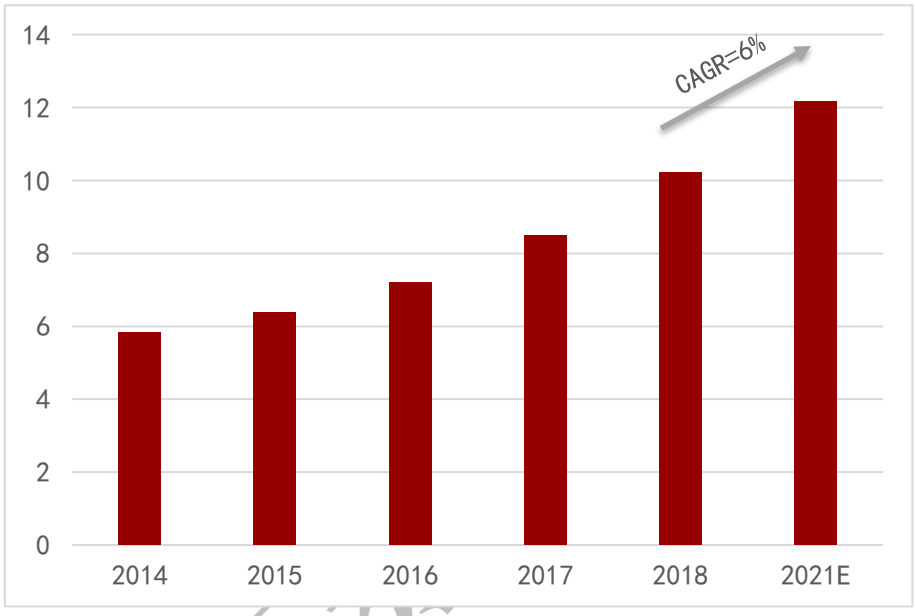
图表 29：防晒剂区域市场规模



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

早期巴斯夫、帝斯曼等大型跨国企业占据了防晒剂的绝大部分市场。近年我国化妆品市场的快速增长同时推动了上游原材料市场的发展，部分优质防晒剂生产企业产品质量得到认证并进入国际化妆品原材料供应链。中国产业信息网数据显示，2018年我国防晒剂市场规模为10.22亿元。考虑到我国化妆品行业发展速度全球领先，假设我国防晒剂市场以高于全球均值2pct的市场增速（即6%）增长，预计2021年我国防晒剂市场规模有望达到12.17亿元。

图表 30：我国防晒剂区域市场规模（亿元）

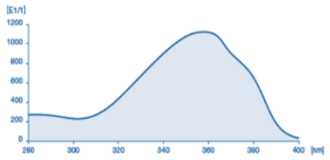
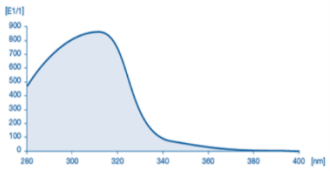


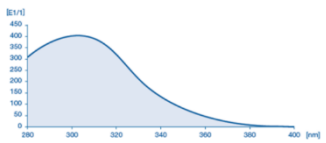
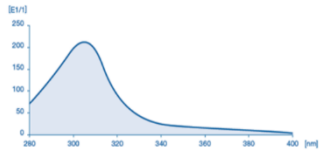
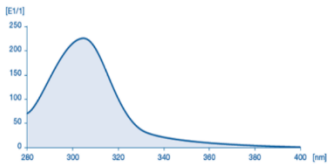
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

3.2 公司是全球领先防晒剂生产商，市场份额近三成

公司防晒剂产品品类齐全、质量可靠。现阶段全球防晒剂市场为巴斯夫、德之馨等大型化工企业所主导，我国企业整体水平相较国际仍有一定差距。公司目前是国内少数通过美国FDA和欧盟化妆品原料规范(EFfCI)的防晒剂生产企业，公司现有防晒剂产品已覆盖市场主要化学防晒剂品类，包括阿伏苯宗、对甲氧基肉桂酸异辛酯、奥克立林、原膜散酯、水杨酸异辛酯等，涵盖了UVA、UVB所有波段。此外，公司还能够自主生产部分防晒剂原材料，如甲氧基苯乙酮、对叔丁基苯甲酸甲酯等。

图表 31：公司主要防晒剂产品介绍

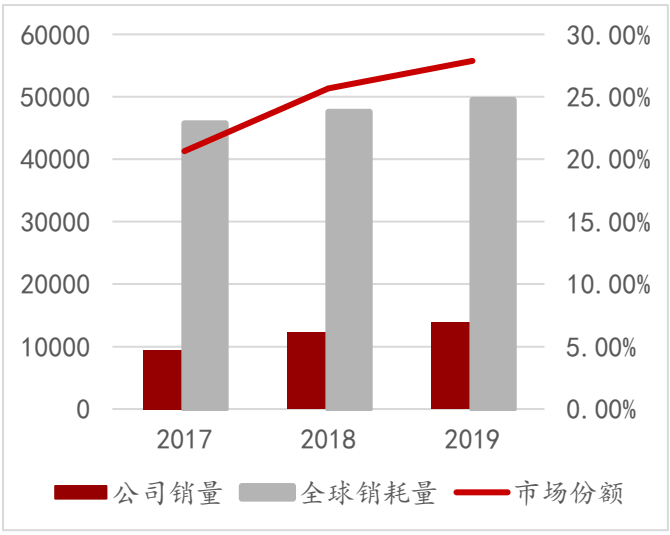
产品名称	产品介绍	防晒波段	吸收光谱
阿伏苯宗（AVB）	一种合成的紫外线吸收剂，是良好的 UV-A（>320nm）型紫外线吸收剂，可阻挡全波段（320～400nm）的 UVA，为高效的宽光谱油溶性 UVA 滤光剂，因此被广泛地使用于广谱防晒产品中，与其它的 UVB 防晒剂复配，可提供全部 UVA 和 UVB 保护，用于预防光致皮肤癌。	UVA	
对甲氧基肉桂酸异辛酯（OMC）	世界上最常用的防晒剂之一，它具有极好的紫外光 280~310 nm 吸收曲线，且吸收率高，安全性良好，毒性极小，并对油性原料的溶解性很好，因此广泛应用于防晒霜（膏、乳、液）等护肤化妆品，能有效地吸收阳光中的紫外线，防止人体皮肤晒红、晒伤、晒黑，也是光感皮炎的治疗药物。作为油溶性液体 UVB 吸收剂，在工业上可作为塑料、油墨的抗老剂和紫外线吸收剂。	UVA+UVB	

奥克立林（OCT）	油溶性紫外线吸收剂，不溶于水。有助于其他油溶固体防晒剂的溶解。具有吸收率高、无毒、无致畸作用、对光、热稳定性好等优点，它能吸收UVB和少量UVA，是美国FDA批准的Ⅰ类防晒剂，在美国和欧洲使用率较高。	UVA+UVB	
原膜散酯（HMS）	有效的UVB吸收剂，可吸收UVB（295～315）波段的紫外线。保护皮肤不受UVB照射的损伤，降低在阳光下暴露照成的长期有害影响。它是油溶性无色透明液体，不溶于水，可以很容易地掺入防晒剂的油相中。	UVA+UVB	
水杨酸异辛酯（OS）	水杨酸辛酯能吸收UVB（280-300nm)波段的紫外线，作为UVB吸收剂使用于防晒化妆中，虽然水杨酸辛酯紫外吸收能力较小，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。	UVA+UVB	

资料来源：公司官网、万联证券研究所

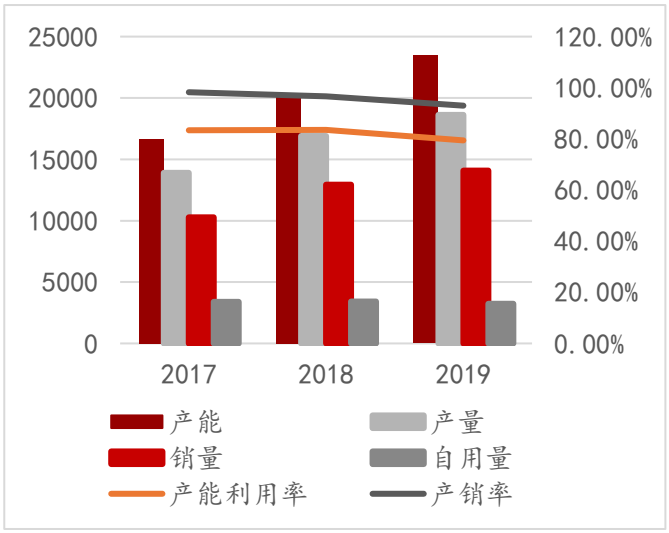
与下游优质客户合作稳定，市场分额持续提升。凭借丰富的产品线和可靠的质量认证，公司现已跻身全球主要防晒剂生产企业队伍，并与帝斯曼、拜尔斯道夫、欧莱雅、宝洁、强生等知名大型跨国企业建立了长期稳定的业务合作关系，产品销量稳定增长。截至2019年末，公司共有防晒剂产能约2.35万吨，产量1.86万吨、销量1.41万吨，产能利用率和产销率分别处于79.40%和92.99%的高位，其中公司防晒剂板块前五大客户销量占比为48.59%。另外，结合Euromonitor对全球防晒剂年均增速4%的预测来看，2017-2019年公司防晒剂销量在全球的市场份额处于持续提升状态，2019年公司防晒剂市场份额已达到约三成左右。

图表32：公司防晒剂类产品市场份额（吨,%）



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

图表33：公司防晒剂类产品产销情况（左轴：吨、右轴：%）



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

图表 34：公司防晒剂等化妆品活性成分主要客户

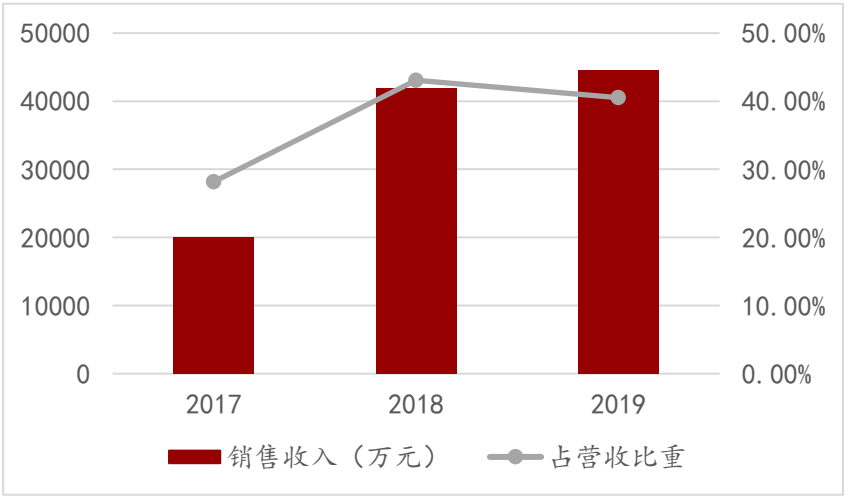
客户名称	品牌标识	2019 年销售金额（万元）	占总营收比例
帝斯曼	DSM	44585. 92	40. 52%
拜尔斯道夫	拜尔斯道夫® Beiersdorf	3843. 55	3. 49%
欧莱雅	L'ORÉAL 欧莱雅	2388. 64	2. 17%
强生	Johnson&Johnson 强生	2493. 81	2. 27%
宝洁	P&G	149. 27	0. 14%

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

3.3 深度绑定帝斯曼，合作开展产品研发

公司产品品质受帝斯曼认可，双方开展长期稳定合作。帝斯曼是全球健康、营养和材料领域知名企业，公司自2015年起与帝斯曼开始合作，为其个人护理板块提供化妆品活性成分。随着公司产品质量受到帝斯曼认可，双方签订《采购协议》达成了长期合作关系。此后，帝斯曼采购量逐步加大，同时采购品类也有所增加。2019年，帝斯曼向公司采购金额为4.46亿元，占公司总营收的40.52%，帝斯曼位居公司前五大客户之首。

图表35：帝斯曼采购金额及占比

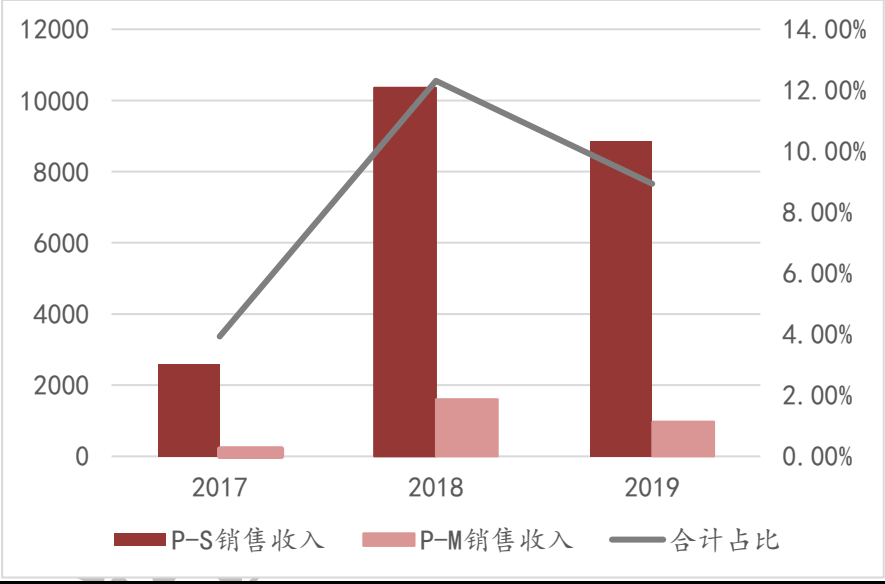


资料来源：招股说明书、万联证券研究所

合作研发P-S、P-M，产能释放形成新的业绩增长点。2015年下半年，公司与帝斯曼开始合作研发新型光谱紫外线吸收剂P-S和P-M产品事宜。双方各司其职于2016年初完成了产品开发工作，并在2016年内完成了产品产线建设。公司自2017年双方签订了十年期P-S、P-M《采购协议》开始向帝斯曼供货。2017-2023年，双方为独家供应、独家采购关系，并约定了最低采购量。2024-2027年则转为非独家供应，但公司需优先将产品供应给帝斯曼。2017年试生产阶段产品产能未完全释放，因此两款新产品销售收入及占比相对较低。2018年起产能完全释放，新产品销售收入明显提升，并稳定在每

年占比10%左右，对公司营业收入起到了明显提振作用，同时公司防晒剂产品线也得到了进一步完善。

图表36：P-S、P-M销售收入（万元）及占比（%）



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

4、全球合成香料市场向国内转移，公司实现营收盈利双增长

4.1 市场规模平稳增长，竞争格局较为稳定

市场规模位列世界精细化工行业第二，食品、日用品、化妆品等下游行业的发展带动香精香料行业平稳增长。2017年全球香料香精市场规模为263亿美元（+7.35%），销售额仅次于医药行业；2011-2017年间年复合增长率为3.18%，增速平稳。香料香精是食品、日用品、化妆品等行业的重要调剂，能满足产品高层次、个性化的要求，下游行业的发展将推动香料香精行业平稳发展。预计市场增长有望保持3%的增长率，到2024年市场规模有望达到327亿美元。

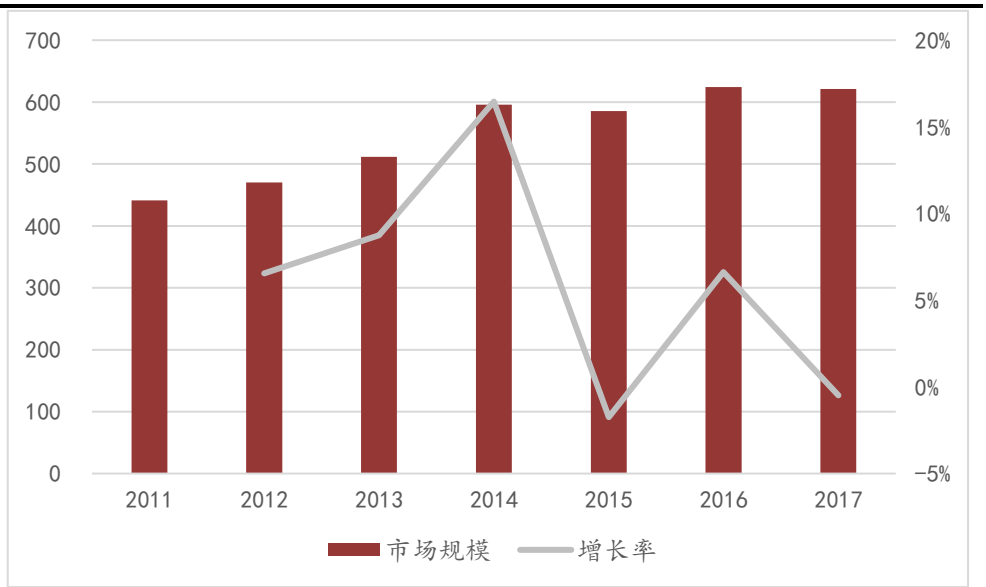
图表37：全球香料香精市场规模



资料来源：Leffingwell&Associates、万联证券研究所

全球合成香料产能向发展中国家地区转移，中国香料香精市场发展迅速。早期香料香精的销售额主要集中于全球前十大公司，奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、曼氏等世界前五大公司的合计销售额占全球销售额超过50%。近年国际香料香精大公司开始调整产品结构，逐渐将合成香料的生产转移至发展中国家或地区，我国香料香精行业随之进入加速发展阶段。2017年，中国香料香精市场归规模达621亿元，2011-2017年年复合增长率达4.36%。到2020年，我国经济保持良好增长，经济景气度提升、消费升级助推行业迅速发展，预计年均增长率超过7%。

图表38：中国香料香精市场规模



资料来源：Leffingwell&Associates、万联证券研究所

国内本土香料香精中小企业多而小。根据中国报告网统计数据显示，截至2019年7月我国共有1000余家香料香精企业，但其中亿元级公司占比低、中小企业多，仅30家企业的年销售额超过亿元。考虑到香料香精行业技术壁垒较高，为此我们认为在合成香料产能向国内转移的过程中，本土中小企业难以与具备品牌、技术、资本和规范化经营等优势的大型企业抗衡，而规模以上具有一定生产研发实力的本土企业将更具竞

争力，预计未来国内合成香料行业竞争格局将逐渐稳固并集中于规模以上企业。

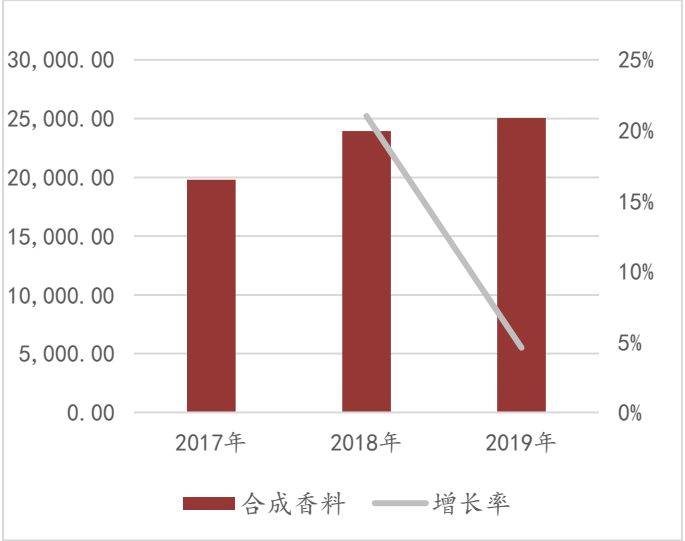
4.2 香料香精行业代表企业，业务网络国际化订单量逐年释放

科思是国内代表性企业之一。公司是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料产品的主要生产厂家之一，在合成香料行业长达 20 年研发、生产和销售的发展历程中，公司形成了自身的核心技术和生产工艺，产品品质具备核心竞争力，在国内市场具备行业代表性。其中在铃兰醛方面，公司现已与巴夫斯、克拉玛共同位列全球三大仅有的大规模生产厂家。

公司与多家国际品牌公司建立业务关系。公司合成香料板块合作客户包括奇华顿、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，公司与客户的业务合作关系良好。2017 年-2019 年铃兰醛、合成茴脑和对甲氧基苯甲醛的销售金额保持在平稳的趋势。

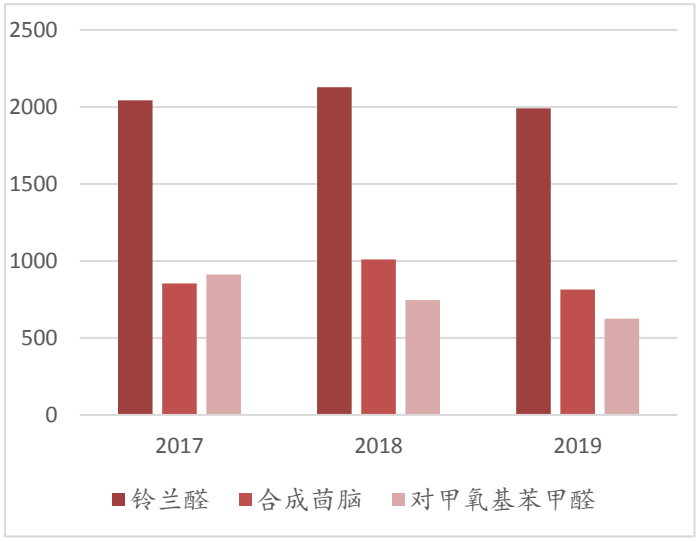
下游订单放大，合成香料产品产能逐渐释放。近年公司合成香料产品订单量逐步释放，2019年公司合成香料销售订单新增2.50亿元，同比增长4.60%。产品产量已由2017年的7177吨增加至2019年的8422吨，产能利用率始终保持较高水平。其中2019年产销率出现小幅下跌，较2018年减少4.49pct，主要是铃兰醛和对叔丁基苯甲醛销量下降所致，但整体产销率依旧维持在较高水平。

图表39：2017-2019年合成香料订单量（万元）



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

图表40：2017-2019年合成香料细分产品的销售量（吨）



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

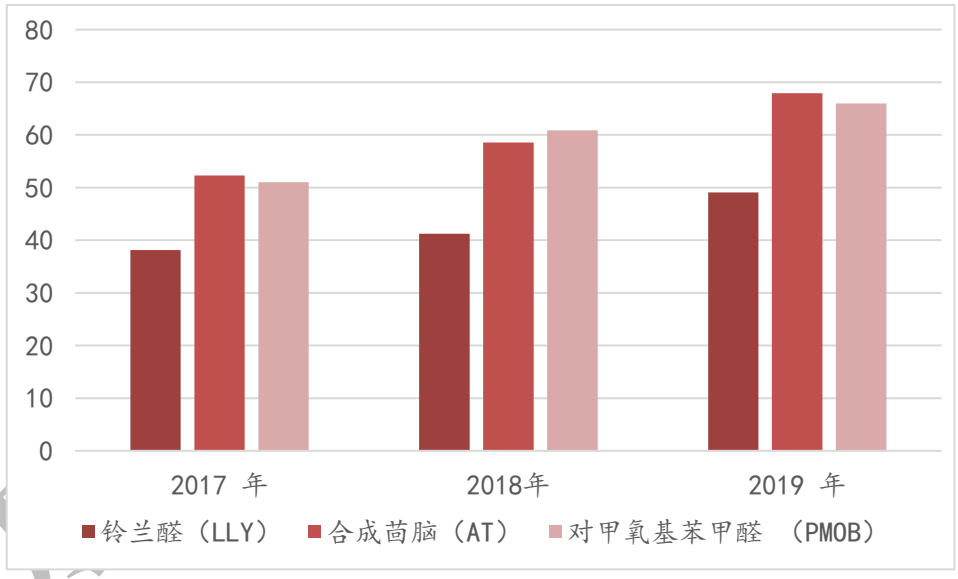
图表41：2017-2019年合成香料产销情况（吨）

合成香料	产能	产量	产能利用率	产销率
2017	8,960.00	7,176.71	80.10%	103.84%
2018	9,310.00	8,236.58	88.47%	98.49%
2019	9,800.00	8,422.01	85.94%	94.00%

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

铃兰醛、合成茴脑、对甲氧基苯甲醛等主要合成香料产品单价稳步提升。2017 年化工原材料价格大幅上涨，刺激后端产品提价。公司在 2018-2019 年间基于行业地位的稳固和提升，综合原材料价格上涨、环保处理成本上升等因素，提高了产品的销售价格。2019 年原材料价格回落，但后端产品价格并未出现对应下降。由于原材料价格变化对后端产品的价格传导和调整存在一定的滞后性，因此基于 2018 年原材料价格的提升，公司在 2019 年初继续提高了产品价格。价格调整符合行业需求，也被下游市场接受，并未造成销量大幅下降。

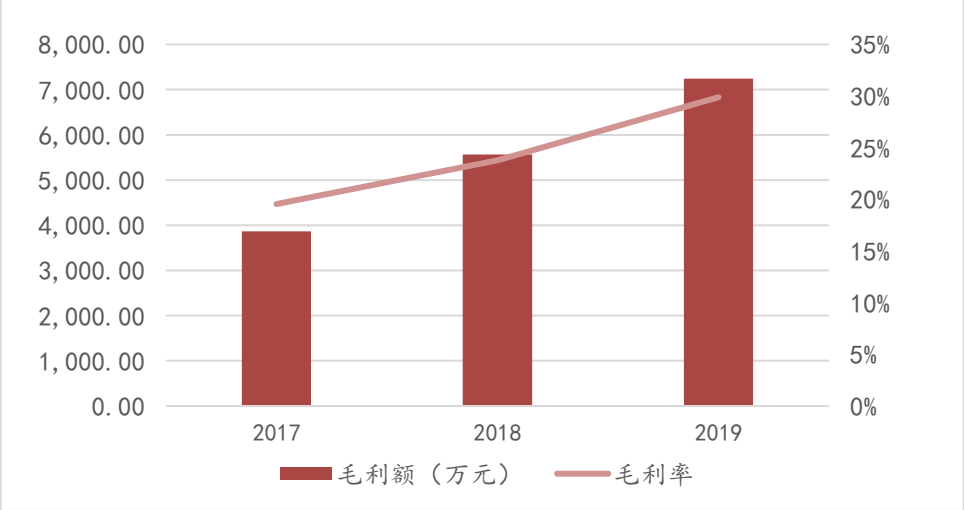
图表42：2017-2019年合成香料细分产品的销售价格（千元/吨）



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

合成香料业务毛利额及毛利率逐年增加。2019 年公司合成香料板块毛利额达 7246.26 万元，同比增长 30.24%；毛利率提升至 29.89%，较 2018 年上升 6.21pct。毛利额增加主要得益于行业的发展及客户对公司产品的逐渐信赖，下游客户产销规模逐步增大；毛利率提升主要受提价和生产放量的正面影响。

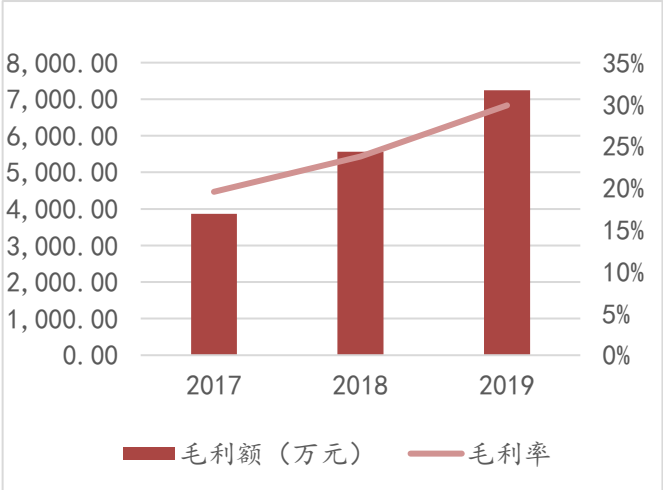
图表43：2017-2019年合成香料细分产品的毛利额和毛利率



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

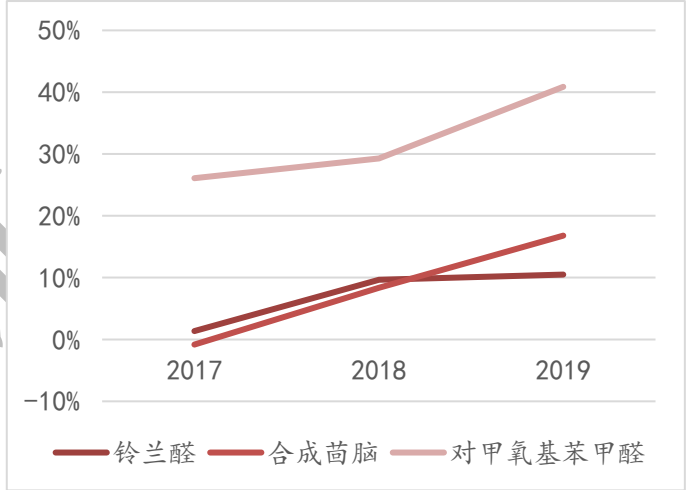
细分产品来看，铃兰醛、合成茴脑及对甲氧基苯甲醛的毛利率呈逐步上升趋势。2019年及2018年铃兰醛的毛利率分别较上年增加11.58%和3.21%，对甲氧基苯甲醛2019年和2018年毛利率分别同比增加0.86%和8.29%，主要是因为原材料价格上涨，公司提高铃兰醛和对甲氧基苯甲醛的售价。2019年合成茴脑毛利率同比提升9.21%，主要是原材料价格提升、产品售价提高所致；2018年合成茴脑毛利率较2017年增加9.21%，主要是因为产品产销量出现大幅增加，单位产品分摊的固定成本得以降低。在产品提价和产能释放下，公司合成香料业务在收入端有所提升、成本段有所压减，盈利能力得以提升。

图表44：2017-2019年合成香料的毛利额和毛利率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

图表45：2017-2019年合成香料细分产品的毛利率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

5、积极扩产巩固市场，横向拓品长远发展可期

公司于2020年7月公司登陆创业板公开发行股票募集资金，计划建设“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”、“安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目”等共四项募投项目，项目总投资额7.92亿元，拟使用募集资金额为7.85亿元。

图表46：公司募投项目情况

项目名称	项目总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
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）	43000.00	43000.00
安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目	6160.00	6160.00
偿还公司及子公司银行贷款	20000.00	20000
补充流动资金	10000.00	9353.11
合计	**79160.00**	**78513.11**

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

马鞍山科思项目主要用于扩大生产、优化产品结构、巩固公司在防晒剂及合成香料领域现有地位。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”系公司现有防晒剂产品阿伏苯宗扩产及合成香料新产品开发项目。扩产阿伏苯

宗一方面可以满足公司日益增长的销售需求，进一步提升公司在防晒剂领域的市场份额，另一方面可以有效缓解现有产线产能利用率及产销率高位运行的高负荷生产状态。香豆素、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯等新产品开发则是公司凭借在合成香料领域的先发优势和技术经验，拓宽自身合成香料产品结构，优化产品布局，从而更好地满足下游客户需求，提升公司在合成香料领域的竞争力。本项目计划分两期建设，一期项目合计产能1.5万吨，其中阿伏苯宗生产线及配套基础设施的主体设备安装工作已于2020年完成，目前处于试生产阶段。项目建设期为两年，全部达产后预计为公司带来年均3.92亿元的销售收入及年均0.46亿元的净利润，投资收益率约为14.14%。

图表47：马鞍山一期项目

产品名称	产能（吨/年）
香豆素	2000
阿伏苯宗	2000
水杨酸苄酯	1500
水杨酸正己酯	1500
水杨酸甲酯（冬青油）	8000

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

新建研发中心主要用于其他功能性化妆品活性成分研发，为公司进军保湿、抗氧化等领域奠定基础。公司计划新建的研发中心则主要用于开展日用香原料研发、化妆品原料研发、其他功能化学品研发等工作。其中化妆品原料研发系公司基于自身在防晒剂合成领域的技术优势，开展神经酰胺、异抗坏血酸钠、α-熊果苷、苯乙基间苯二酚、维生素C乙基醚、辛酰水杨酸等产品展开工艺研发。神经酰胺具有较强的缔合水分子能力，对皮肤起到补水保湿的作用；异抗坏血酸钠则是一种良好的抗氧化剂，能够减缓皮肤暗沉；α-熊果苷等成分则有美白的功效。建设本研发中心不仅能够显著提升公司的研发实力，也将成为日后公司涉足保湿、抗氧等其他化妆品活性成分领域的敲门砖。

6、公司市场估值分析

考虑到A股中鲜少有主营化学防晒剂的标的，我们分别选取了从事化妆品、日化品原料标的爱普股份、华熙生物、天赐材料，以及同样具有一定消费属性且周期性较弱的食品添加剂标的金禾实业，共4支标的进行对比。可以发现，可比公司PE（TTM）均值为66.06，目前科思股份PE（TTM）为36.74，处于可比公司估值均值以下。而公司系防晒剂行业龙头企业，且防晒剂在化妆品原材料所有品类中属于技术含量较高的一类，因此我们认为，公司市场估值还有一定增长空间。

图表 48：可比公司估值情况

股票代码	股票名称	总市值（亿元）	2020Q3EPS	PE（TTM）
603020.SH	爱普股份	29.38	0.43	17.58
688363.SH	华熙生物	667.01	0.91	112.66
002709.SZ	天赐材料	476.50	0.95	103.75
002597.SZ	金禾实业	209.78	0.95	30.24

	均值			66.06
300856.SZ	科思股份	65.72	1.31	36.74

资料来源：WIND、万联证券研究所

7、盈利预测及假设

我们对公司2020-2022年主营业务收入假设如下

化妆品活性成分及原料：2020年受疫情影响，全球防晒产品及其原材料需求将较2019年有所下滑。另外，受原油价格暴跌影响，防晒剂及其原材料价格也将同步下滑，考虑到公司产品价格调整与原材料价格波动之间存在一定的滞后性，因此2020年公司化妆品活性成分及原料板块营收将有所下滑，毛利率水平则有所提升。2021年随原油价格震荡上行，防晒剂及其原材料价格水平将逐步恢复，防晒剂市场需求也将随疫情缓解而逐步上升。同时2021年阿伏苯宗扩产产线将陆续投产创收、P-S继续扩产，因此2021年化妆品活性成分及原料板块营收将明显上调，毛利率与2020年相比则将略有下滑。2022年板块营收及盈利水平则将随新产线产能爬坡完毕、原油价格恢复理性后逐步稳定。**我们预计2020-2022年公司化妆品活性成分及原料板块营收增速为-28.1%/43.4%/28.0%。**

合成香料：近年公司合成香料板块竞争力愈发强劲，产品营收及盈利能力稳步提升。考虑到在2020年防晒剂市场受疫情影响需求下滑，公司将生产及销售重心向合成香料板块转移，带动板块营收及占比大幅上涨；2021-2022年，随着防晒剂市场逐步修复，公司生产、销售重心将逐步从合成香料板块转移回防晒剂板块，导致板块收入水平有所回落。**综上我们预计公司2020-2022年合成香料部分增速将分别为41.7%/-13.1%/-14.5%。**

其他主营业务：假设其他主营业务板块产品营收及盈利水平2020-2022年保持相对稳定水平。**预计2020-2022年公司其他业务部分增速分别为5.0%/10.0%/5.0%。**

图表 49：公司未来 3 年营收预测

（单位：百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E
货币类型	CNY			
化妆品活性成分及原料				
营业收入	756.07	543.26	779.13	997.12
营收增速	21.4%	-28.1%	43.4%	28.0%
毛利率(%)	32.0%	35.7%	31.9%	33.5%
占比	68.7%	55.4%	65.3%	72.2%
合成香料				
营业收入	208.0	294.7	256.1	218.8
营收增速	8.2%	41.7%	-13.1%	-14.5%
毛利率(%)	26.9%	29.2%	22.0%	23.7%
占比	18.9%	28.3%	21.3%	16.3%
其他				
营业收入	136.3	143.1	157.4	165.3

营收增速	-13.0%	5.0%	10.0%	5.0%
毛利率(%)	29.6%	29.5%	29.7%	29.6%
占比	12.4%	13.7%	13.1%	12.3%
总计				
营业收入	1100.36	981.06	1192.61	1381.22
同比增长	13.2%	-10.8%	21.6%	15.8%
毛利率	30.8%	32.8%	29.5%	31.5%

资料来源：WIND、万联证券研究所

基于公司在行业内的地位、各产业链布局和对未来行业景气度判断，预计公司2020-2022年营业收入分别为9.81/11.93/13.81亿元，EPS分别为1.34/1.59/2.02，对应的P/E分别为41.5/35.1/27.5。首次覆盖，给与“增持”评级。

8、风险提示

海外疫情严重，影响公司海外业务；原材料价格大幅波动；在研保湿产品研发进度不及预期。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	506	1,163	1,435	1,672
货币资金	90	295	476	659
应收票据及应收账款	105	98	118	137
其他应收款	1	1	1	1
预付账款	5	5	7	7
存货	282	226	296	330
其他流动资产	22	538	538	538
非流动资产	515	659	640	647
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	416	445	462	506
在建工程	28	135	102	68
无形资产	45	45	45	45
其他长期资产	25	34	31	28
资产总计	1,021	1,823	2,075	2,319
流动负债	456	200	258	257
短期借款	247	0	0	0
应付票据及应付账款	165	130	171	191
预收账款	3	0	0	0
其他流动负债	41	70	86	66
非流动负债	20	30	20	20
长期借款	0	10	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	20	20	20	20
负债合计	476	230	278	276
股本	85	113	113	113
资本公积	123	957	957	957
留存收益	333	518	722	968
归属母公司股东权益	545	1,593	1,797	2,043
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	1,021	1,823	2,075	2,319

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	158	245	195	226
净利润	154	151	179	229
折旧摊销	51	41	47	52
营运资金变动	-60	49	-33	-56
其它	13	4	2	2
投资活动现金流	-80	-663	-4	-43
资本支出	-82	-145	-6	-45
投资变动	0	-510	0	0
其他	2	-8	2	2
筹资活动现金流	-15	624	-10	0
银行借款	262	-237	-10	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	28	0	0
其他	-277	833	0	0
现金净增加额	63	205	181	183
期初现金余额	27	90	295	476
期末现金余额	90	295	476	659

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,100	981	1,193	1,381
营业成本	762	660	841	947
营业税金及附加	8	8	9	11
销售费用	36	37	36	46
管理费用	66	76	72	83
研发费用	34	29	36	42
财务费用	15	0	-4	-6
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	2	1	2	2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	182	177	210	267
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	178	174	206	263
所得税	24	23	27	35
净利润	154	151	179	229
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	154	151	179	229
EBITDA	245	212	246	305
EPS（元）	1.36	1.34	1.59	2.02

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	13.2%	-10.8%	21.6%	15.8%
营业利润	79.4%	-2.5%	18.3%	27.1%
归属于母公司净利润	77.2%	-1.6%	18.3%	27.6%
获利能力				
毛利率	30.8%	32.8%	29.5%	31.5%
净利率	14.0%	15.4%	15.0%	16.5%
ROE	28.2%	9.5%	10.0%	11.2%
ROIC	21.1%	9.3%	9.6%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	12.6%	13.4%	11.9%
净负债比率	28.8%	-17.9%	-26.5%	-32.3%
流动比率	1.11	5.81	5.56	6.52
速动比率	0.48	4.66	4.39	5.20
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.54	0.57	0.60
应收账款周转率	10.44	9.99	10.13	10.09
存货周转率	2.70	2.92	2.85	2.87
每股指标（元）				
每股收益	1.36	1.34	1.59	2.02
每股经营现金流	1.40	2.17	1.72	2.00
每股净资产	4.83	14.11	15.92	18.09
估值比率				
P/E	40.83	41.48	35.05	27.46
P/B	11.51	3.94	3.49	3.07
EV/EBITDA	0.64	27.76	23.11	18.05

资料来源：携宁、万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场