

科思股份(300856)

报告日期: 2023年04月23日

外延可期, 股权激励目标提振信心

——科思股份 2022 年报点评报告

投资要点

□ **22 年收入/归母净利润同增 62%/192%，业绩靓丽兑现符合预期。**

22 年业绩符合预期，收入/归母净利润/扣非归母净利润 17.6/3.9/3.8 亿元 (+62%/+192%/+229%)。此前已发年报预告，业绩符合预期。22 年公司毛利率/净利率 36.7%/22.0%(+9.9pp/+9.8pp)；销售/管理/研发费用率分别为 1.0%/6.0%/4.6% (-0.2pp/-1.5pp/+0.4pp)。

22Q1-22Q4 连续四个季度业绩强兑现。22Q1-Q4，公司毛利率分别为 26%/34%/39%/45%、净利率分别为 14%/22%/25%/26%；22Q1-Q4 归母净利润同比+21%/131%/325%/535%。

22 年收入拆分：防晒剂量价双升，海外高增

1) 按业务：化妆品活性成分及原料 14.4 亿 (同比+97%)，合成香料 2.9 亿 (同比-10.5%)。

2) 按区域：境内 2.0 亿 (同比+1.4%)，境外 15.7 亿 (同比+75%)

3) 量价拆分：化妆品活性成分及原料销量同比+48%，平均单价同比+33%；合成香料量同比-9%，平均单价同比-1.6%。

□ **股权激励仅考核收入，23-25 年收入考核 CAGR 在 25%-30%，高于原预期。**

公司发布股权激励，占总股本的 1.12%。激励对象共 89 人，包括董事+高级管理人员+核心技术人员共 8 人 (含董事/总裁杨军、董事何驰、陶龙明等)、公司 (含控股子公司) 其他管理人员和业务骨干共 81 人。

股权激励同时考核公司层面+个人层面，若公司层面达标，激励对象个人当年实际归属的限制性股票数量=公司层面归属系数×个人层面归属比例×个人当年计划归属的股票数量。

1) 公司层面：归属系数分别为 100%/90%/80%，对应 22 年至考核当年收入 CAGR 30%/28%/25%。其中 100%的归属系数要求对应 23-25 年收入 22.9/29.8/38.8 亿元；80%的归属系数对应 23-25 年收入 22.1/27.6/34.5 亿元。

2) 个人层面：绩效考核分为 4 档，A、B、C 档对应 100%、90%、80%的归属比例；D 档归属比例为 0%。

□ **业绩向上驱动力：原油价格回落、产品矩阵优化、行业市占率向上等**

我们认为 22 年业绩超预期兑现源于以下几点：1) 价：21Q4 至今涨价逐步落地；2) 量：下游需求持续恢复；3) 结构：高毛利新品产能释放+整体产能利用率爬坡；4) 人民币对美元汇率贬值，22 年汇兑收益达 2512 万元；5) 欧洲能源危机致竞争对手巴斯夫产能趋紧，利于科思市占率提升。

□ **对比 23Q1 和 22 年，上述利好因素如产品结构改善、市占率提升等均可持续，即使利好因素发生变化如人民币兑美元汇率由贬值变为升值，预计对业绩影响也可控。**

1) 22 年涨价订单落地叠加近期原油价格回落，预计 23Q1 净利率同比提升。

提价传导成本压力，21Q4 以来盈利能力开启 V 字反弹。21 年原油、海运价格涨幅超预期，而公司订单价尚未调整，致 21H2 达业绩低点。21Q3 公司开始与客户重新商讨价格，21Q4 以来随着涨价逐步落地，盈利能力开始步入上行通道。

多轮提价+成本回落+短期订单价格刚性，23Q1 有望持续受益价差效应。一方面，22 年公司涨价订单陆续落地，盈利修复；另一方面，22H2 至今原料和运费

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：汤秀洁
执业证书号：S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师：王长龙
执业证书号：S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 61.76
总市值(百万元)	10,457.20
总股本(百万股)	169.32

股票走势图



相关报告

- 1 《周期向上，外延可期》 2023.02.20
- 2 《预告上限略超预期，看好优质制造长期成长》 2023.01.12
- 3 《涨价落地+汇兑收益+格局优化，多重催化业绩高增——科思股份 2022 年三季度报点评报告》 2022.10.28

成本回落 (e.g.22 年 6 月至今布伦特原油期货价格下降超 3 成), 叠加前期涨价订单已经落地, 形成价格剪刀差, 盈利能力有望维持高位。

2) 疫后需求恢复叠加巴斯夫等供给收紧, 恰逢公司产能释放, 市占率向上。

需求端: 海外需求景气度持续+国内疫后修复,公司持续拓展新客户/巩固已有客户。供给端: 化工巨头巴斯夫等产能恢复仍需时间, 部分订单可能流向科思, 预计未来市占率向上弹性依旧可观,公司已抓住黄金窗口期积极扩产+拓客户。

3) 产品矩阵优化: 高毛利新型防晒剂占比提升+产能爬坡期, 量价双增。

21 年至今, 公司新增投产项目包括 2000 吨阿伏苯宗、1000 吨 P-S、500 吨 P-A、水杨酸苄酯等原料 6000 吨、1000 吨 EHT 等。其中, P-S、P-A、EHT 等新型防晒的单价及盈利能力均远超传统防晒 (e.g. P-S 售价为阿伏苯宗的 4-5 倍)。

□ 估值向上驱动力: 单一传统化学防晒剂走向原料平台型企业, 横纵向均深化

1) 传统防晒→高毛利新型防晒剂, 进一步绑定国际优质大客户。公司近年持续拓展高毛利新型防晒, 进度如下:

P-S: 深度绑定帝斯曼, 21-22 年均实现满产满销, 原产能 500 吨, 22Q4 第一批扩产的 500 吨产能已开始陆续释放, 第二批扩产的 1000 吨产能仍在建设中, 达产后总产能可达 2000 吨。**P-A**: 22Q2 投产, 22Q3 送样欧莱雅。**EHT**: 21Q2 投产, 22 年表现优异, 驱动公司对帝斯曼、欧莱雅、拜尔斯道夫的销售增长。

2) 化学防晒→物理防晒剂, 覆盖防晒剂全领域

公司此前业务仅涉及化学防晒, 22 年末物理防晒项目已建成并试生产。

3) 防晒剂→个护原料平台型企业, 看好多维增长空间

预计 23 年公司有望再投产 3000 吨去屑剂 PO (可用于洗护产品)、200 吨 VC 乙基醚 (可用于化妆品美白祛斑)。此外, 1.28 万吨氨基酸表面活性剂、2000 吨增稠剂卡波姆 (用于高端个护, 预计毛利率可达 70%+) 也有望陆续上市, 当前欧莱雅、宝洁、珀莱雅、逸仙电商 (新客户)、水羊股份 (新客户) 均展现初步合作意向。

□ 盈利预测与估值

多重利好催化下, 我们略上调公司盈利预测。预计公司 23-25 年实现营业收入 23.3/30.2/39.4 亿元, 同比增长 32%/30%/30%; 实现归母净利润 4.7/5.9/7.7 亿元, 同比增长 21%/24%/31%。当前市值对应 PE 分别为 22/18/14 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示

原料和海运价格波动、产能释放不及预期、全球竞争格局变化等风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1764.8	2327.9	3021.6	3936.7
(+/-) (%)	61.85%	31.91%	29.80%	30.28%
归母净利润	388	471	586	770
(+/-) (%)	192.13%	21.47%	24.35%	31.40%
每股收益(元)	2.29	2.78	3.46	4.55
P/E	27	22	18	14

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1331	1594	2040	2682
现金	544	500	792	1138
交易性金融资产	0	165	83	124
应收账款	291	279	363	472
其它应收款	1	1	2	2
预付账款	5	8	10	13
存货	454	609	761	900
其他	36	30	31	32
非流动资产	939	1047	1175	1288
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	672	754	825	884
无形资产	90	137	163	190
在建工程	60	74	82	88
其他	117	82	104	127
资产总计	2271	2641	3215	3970
流动负债	284	393	513	655
短期借款	0	0	0	0
应付款项	192	305	400	515
预收账款	0	0	0	0
其他	92	89	112	141
非流动负债	41	26	29	32
长期借款	0	0	0	0
其他	41	26	29	32
负债合计	325	419	542	687
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1945	2222	2673	3283
负债和股东权益	2271	2641	3215	3970

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	287	525	538	750
净利润	388	471	586	770
折旧摊销	94	84	100	116
财务费用	(26)	(18)	(13)	(10)
投资损失	(5)	(10)	(10)	(5)
营运资金变动	(79)	125	33	28
其它	(83)	(129)	(159)	(149)
投资活动现金流	75	(391)	(124)	(252)
资本支出	(70)	(180)	(180)	(180)
长期投资	0	0	0	0
其他	144	(211)	56	(72)
筹资活动现金流	(39)	(178)	(122)	(151)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(39)	(178)	(122)	(151)
现金净增加额	323	(44)	292	346

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1765	2328	3022	3937
营业成本	1118	1524	2002	2573
营业税金及附加	13	16	21	28
营业费用	17	23	30	47
管理费用	106	137	172	224
研发费用	80	107	136	177
财务费用	(26)	(18)	(13)	(10)
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	10	10	5
其他经营收益	8	8	8	5
营业利润	464	556	691	907
营业外收支	(2)	(1)	(1)	(1)
利润总额	461	555	690	906
所得税	73	83	103	136
净利润	388	471	586	770
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	388	471	586	770
EBITDA	552	636	787	1017
EPS (最新摊薄)	2.29	2.78	3.46	4.55

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	61.85%	31.91%	29.80%	30.28%
营业利润	195.53%	19.84%	24.30%	31.36%
归属母公司净利润	192.13%	21.47%	24.35%	31.40%
获利能力				
毛利率	36.66%	34.55%	33.73%	34.65%
净利率	21.99%	20.25%	19.40%	19.57%
ROE	21.96%	22.63%	23.95%	25.87%
ROIC	19.81%	21.10%	21.81%	23.33%
偿债能力				
资产负债率	14.32%	15.86%	16.87%	17.32%
净负债比率	0.57%	0.32%	0.33%	0.24%
流动比率	4.69	4.05	3.98	4.09
速动比率	3.09	2.50	2.49	2.72
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.95	1.03	1.10
应收账款周转率	7.72	8.16	9.41	9.43
应付账款周转率	6.07	6.14	5.68	5.62
每股指标(元)				
每股收益	2.29	2.78	3.46	4.55
每股经营现金	1.70	3.10	3.18	4.43
每股净资产	11.49	13.12	15.79	19.39
估值比率				
P/E	26.94	22.18	17.84	13.57
P/B	5.38	4.71	3.91	3.19
EV/EBITDA	15.01	15.40	12.18	9.04

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>