

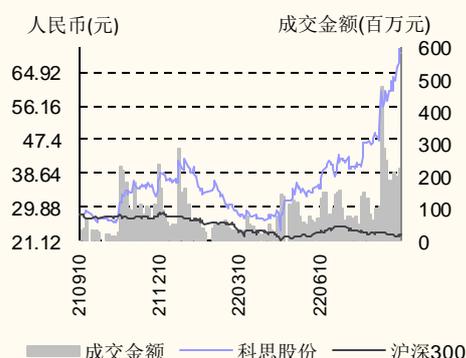
## 科思股份 (300856.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 70.11 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.69
已上市流通 A 股(亿股)	0.59
总市值(亿元)	118.71
年内股价最高最低(元)	71.31/24.01
沪深 300 指数	4094
创业板指	2548



## 发行可转债投资个护产能，新品拓展有序推进

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,008	1,090	1,707	2,812	3,797
营业收入增长率	-8.35%	8.13%	56.52%	64.74%	35.05%
归母净利润(百万元)	163	133	327	426	535
归母净利润增长率	6.35%	-18.72%	146.04%	30.39%	25.44%
摊薄每股收益(元)	1.448	1.177	1.93	2.52	3.16
每股经营性现金流净额	1.47	1.35	1.68	1.18	2.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.08%	8.36%	18.30%	20.87%	22.63%
P/E	37.68	53.67	36.31	27.85	22.20
P/B	4.18	4.49	6.64	5.81	5.02

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 9.9 公告拟向不特定对象发行总额不超 8.28 亿元可转换债券，用于投资两大项目：1) 安庆高端个护及合成香料 (一期)：总投资 6.4 亿元、拟投募集资金 6.0 亿元、建设期 2.5 年，其中氨基酸表活 1.28 万吨、增稠剂卡波姆 2000 吨；2) 年产 2600 吨高端个护项目：总投资 2.6 亿，拟投募集资金 2.3 亿元、建设期 2 年，其中 1000 吨防晒剂 PS 及 1600 吨 PS 中间体 RET。

## 经营分析

- 通过本项目，公司从防晒剂向高端个护扩展更近一步、扩品类驱动下从周期股向成长股逻辑进一步增强。1) 在防晒剂主业，公司持续扩充传统产品产能、积极开发新型防晒剂；2) 在新品类上，此前打通相关工艺，如氨基酸表活、增稠剂、PO 等个护类原料、维生素 C 乙基醚等美白功效剂等。
- 2H22 业绩望继续靓丽：Q3 防晒剂主业有望量价齐升、淡季不淡，“北溪 1 号”无限期断供、巴斯夫德国一体化生产基地成本大幅上升、订单加速转移同时海外出行修复促品牌商补库存需求恢复，公司多款防晒剂 Q3 继续提价、出货量环比 Q2 上升，同时原油价格自 6 月高位回落近 26%，成本压力缓解+优势产品供不应求、继续提价，Q3 毛利率望进一步提升，Q4 旺季预计订单维持 Q3 旺盛态势、价格保持高位。
- 中长期拓展新品类、向上动力充足：1) 中期：23-24 年多款防晒剂&个护原料新品 (二氧化钛/PO/氨基酸表活/维生素 C 乙基醚/增稠剂) 陆续投产，随产能逐步释放、协同拓展现有大客户/开拓中小客户，有望迎来快速放量。2) 长期：从防晒剂到个护、再到美白等高功效活性新原料 (如  $\alpha$ -熊果苷、覆盆子酮葡糖苷、苯乙基间苯二酚)，卡位高性价比优质原料承接国际产能转移大势、成长空间大。

## 投资建议

- 看好公司全球防晒剂龙头向全球领先的化妆品原料综合供应商转型的战略升级，未来长期成长性强，推荐持续关注。维持盈利预测，预计 22-24 年归母净利 3.27/4.26/5.35 亿元，22~24 年 PE 36/28/22X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 23Q1 产品价格调整/新品产能爬坡拖累短期盈利/新品价格波动、客户订单低于预期。

## 相关报告

- 《业绩超预期，短中长期增长动力充足-科思股份 2Q22 业绩点评》，2022.8.17
- 《旺季销售延续靓丽、盈利环比改善显著-科思股份 22Q1 业绩点评》，2022.4.26
- 《4Q21 收入增长提速，新产能+新产品持续拓展-科思股份 21 年...》，2022.4.23
- 《全球防晒剂隐形龙头，内外部改善迎业绩拐点-科思股份深度报告》，2022.3.10

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

caixy@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,100</b>	<b>1,008</b>	<b>1,090</b>	<b>1,707</b>	<b>2,812</b>	<b>3,797</b>	货币资金	90	122	212	337	307	420
增长率	-8.4%	8.1%	56.5%	64.7%	35.1%		应收账款	106	140	167	241	397	536
<b>主营业务成本</b>	<b>-762</b>	<b>-676</b>	<b>-799</b>	<b>-1,151</b>	<b>-2,026</b>	<b>-2,790</b>	存货	282	251	336	423	744	1,024
%销售收入	69.2%	67.0%	73.2%	67.5%	72.1%	73.5%	其他流动资产	27	526	360	361	365	369
<b>毛利</b>	<b>338</b>	<b>333</b>	<b>292</b>	<b>555</b>	<b>785</b>	<b>1,008</b>	流动资产	506	1,039	1,075	1,362	1,814	2,349
%销售收入	30.8%	33.0%	26.8%	32.5%	27.9%	26.5%	%总资产	49.5%	61.9%	58.5%	63.9%	69.6%	74.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>	长期投资	0	0	9	9	9	9
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	445	561	665	695	716	733
<b>销售费用</b>	<b>-36</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-28</b>	<b>-38</b>	%总资产	43.6%	33.4%	36.2%	32.6%	27.5%	23.2%
%销售收入	3.3%	0.9%	1.2%	0.8%	1.0%	1.0%	无形资产	49	59	60	60	61	62
<b>管理费用</b>	<b>-66</b>	<b>-74</b>	<b>-82</b>	<b>-100</b>	<b>-155</b>	<b>-209</b>	非流动资产	515	640	761	770	791	809
%销售收入	6.0%	7.3%	7.5%	5.9%	5.5%	5.5%	%总资产	50.5%	38.1%	41.5%	36.1%	30.4%	25.6%
<b>研发费用</b>	<b>-34</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	<b>-69</b>	<b>-108</b>	<b>-133</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,021</b>	<b>1,679</b>	<b>1,836</b>	<b>2,131</b>	<b>2,605</b>	<b>3,159</b>
%销售收入	3.1%	3.9%	4.2%	4.0%	3.9%	3.5%	短期借款	247	0	2	0	0	42
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>194</b>	<b>202</b>	<b>143</b>	<b>360</b>	<b>475</b>	<b>601</b>	应付款项	166	146	177	232	408	561
%销售收入	17.6%	20.1%	13.1%	21.1%	16.9%	15.8%	其他流动负债	43	44	46	72	115	153
<b>财务费用</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>	<b>-9</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	流动负债	456	190	225	304	522	756
%销售收入	1.3%	1.6%	0.9%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	20	14	21	41	40	40
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>476</b>	<b>204</b>	<b>246</b>	<b>345</b>	<b>562</b>	<b>795</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>545</b>	<b>1,475</b>	<b>1,590</b>	<b>1,786</b>	<b>2,042</b>	<b>2,363</b>
%税前利润	1.4%	1.5%	10.2%	3.9%	3.0%	2.4%	其中：股本	85	113	113	169	169	169
<b>营业利润</b>	<b>182</b>	<b>195</b>	<b>157</b>	<b>381</b>	<b>496</b>	<b>622</b>	未分配利润	326	460	575	771	1,027	1,348
<b>营业利润率</b>	<b>16.5%</b>	<b>19.4%</b>	<b>14.4%</b>	<b>22.3%</b>	<b>17.6%</b>	<b>16.4%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,021</b>	<b>1,679</b>	<b>1,836</b>	<b>2,131</b>	<b>2,605</b>	<b>3,159</b>
<b>税前利润</b>	<b>178</b>	<b>192</b>	<b>155</b>	<b>381</b>	<b>496</b>	<b>622</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>16.2%</b>	<b>19.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>22.3%</b>	<b>17.6%</b>	<b>16.4%</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-29</b>	<b>-22</b>	<b>-54</b>	<b>-70</b>	<b>-88</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.1%</b>	每股收益	1.815	1.448	1.177	1.931	2.517	3.158
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>133</b>	<b>327</b>	<b>426</b>	<b>535</b>	每股净资产	6.438	13.070	14.083	10.551	12.061	13.956
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	1.861	1.473	1.347	1.682	1.178	2.035
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>133</b>	<b>327</b>	<b>426</b>	<b>535</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.772	1.007	1.263
<b>净利率</b>	<b>14.0%</b>	<b>16.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>19.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	28.20%	11.08%	8.36%	18.30%	20.87%	22.63%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	15.06%	9.73%	7.24%	15.34%	16.37%	16.93%
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>133</b>	<b>327</b>	<b>426</b>	<b>535</b>	投入资本收益率	20.95%	11.64%	7.67%	17.31%	19.97%	21.48%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	<b>77</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	主营业务收入增长率	13.23%	-8.35%	8.13%	56.52%	64.74%	35.05%
<b>非经营收益</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	EBIT增长率	72.28%	4.51%	-29.45%	152.04%	31.84%	26.69%
<b>营运资金变动</b>	<b>-60</b>	<b>-55</b>	<b>-51</b>	<b>-81</b>	<b>-264</b>	<b>-231</b>	净利润增长率	77.16%	6.35%	-18.72%	146.04%	30.39%	25.44%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>158</b>	<b>166</b>	<b>152</b>	<b>285</b>	<b>199</b>	<b>345</b>	总资产增长率	14.75%	64.47%	9.35%	16.07%	22.22%	21.27%
<b>资本开支</b>	<b>-82</b>	<b>-158</b>	<b>-209</b>	<b>-70</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-490</b>	<b>152</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	35.0	44.3	51.0	51.0	51.0	51.0
<b>其他</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	存货周转天数	117.4	143.9	134.2	134.0	134.0	134.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-80</b>	<b>-647</b>	<b>-39</b>	<b>-55</b>	<b>-58</b>	<b>-58</b>	应付账款周转天数	83.1	84.0	73.7	73.0	73.0	73.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>862</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	138.1	196.9	202.4	135.7	82.5	60.8
<b>债权募资</b>	<b>17</b>	<b>-248</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-32</b>	<b>-97</b>	<b>-19</b>	<b>-131</b>	<b>-171</b>	<b>-215</b>	净负债/股东权益	28.80%	-41.67%	-34.00%	-37.34%	-31.21%	-29.98%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>518</b>	<b>-19</b>	<b>-105</b>	<b>-171</b>	<b>-174</b>	EBIT利息保障倍数	13.3	12.2	15.4	-65.2	-72.5	-99.0
<b>现金净流量</b>	<b>63</b>	<b>31</b>	<b>91</b>	<b>125</b>	<b>-29</b>	<b>113</b>	资产负债率	46.61%	12.13%	13.42%	16.17%	21.59%	25.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	17	22	32	52
增持	1	5	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.23	1.19	1.16	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-10	买入	42.19	43.56 ~ 56.00
2	2022-04-23	增持	42.90	N/A
3	2022-04-26	增持	36.19	N/A
4	2022-08-17	买入	50.20	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402