

科思股份 (300856)

防晒剂龙头原料商，拟发可转债卡位个护新赛道

投资评级

买入

首次评级

2022年09月15日

收盘价(元):

65.70

公司基本数据

总股本(百万股)	169.32
总市值(百万)	11,124.32
流通股本(百万股)	58.98
流通市值(百万)	3,874.99
12月最高/最低价(元)	72.55/35.70
资产负债率(%)	12.98
每股净资产(元)	10.07
市盈率(TTM)	57.57
市净率(PB)	6.53
净资产收益率(%)	8.61

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

相关研究报告

◆ 聚焦日用化学品原料产业链，国际防晒剂市场新秀。公司成立于 2000 年，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等，防晒剂广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，是防晒化妆品的活性成分；合成香料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。公司现已成长为全球最主要的化学防晒剂制造商，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之一。公司产品已进入国际主流市场体系，主要客户包括宝洁、欧莱雅、高露洁在内的诸多全球知名品牌。

◆ 防晒剂需求恢复+产能优化+提价兑现，量价齐升有望继续驱动靓丽业绩。

➢ 22H1 公司实现营业收入 8.2 亿元/同比+61.29%%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.47 亿元/同比+69.79%。主营方面，化妆品活性成分及其原料（主要为防晒剂）/合成香料/其他业务分别实现营业收入 6.52/1.47/0.22 亿元，同比+101.61%/-11.89%/+16.39%，防晒剂销量增加为收入增长主要驱动力。地区方面，境内/境外分别实现营业收入 1.14/7.06 亿元，同比 +67.35%/+31.88%；分别占主营收入 13.96/86.04%，同比-3.11/+3.11pct，国内市场稳步扩张，海外市场优势进一步巩固。盈利能力方面，22H1，公司综合毛利率 30.12%，同比 -2.49pct，但是 22Q2 公司综合毛利率 34.04%，同比+2.13pct，环比 +7.78pct，主要系基于原材料和海运费价格大幅上涨采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率提升和新产品产能逐步释放等；22H1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别同比-0.25/-2.32/-2.08/-0.21pct，费用率控制良好，净利率 21.80%，同比+6.38pct/环比 7.75pct，利润率修复强劲。

➢ 下半年，公司业绩有望持续高增：①**成本端**：公司境外业务占比较高，原油价格持续回落，物流成本有望缓解，进一步提升毛利率；②**需求端**：国外出行逐步放开，带动防晒需求回暖，优势产品供不应求；③**供给端**：受俄乌冲突的影响，全球最大的化工一体化基地德国巴斯夫因烧料短缺

股市有风险 入市需谨慎

电力不足面临停产，公司有望承接海外订单转移；综上，公司主营产品有望迎来量价齐升的态势，市场优势进一步提升。

◆ **拟发可转债布局高增长个护原料赛道，拓品类打开新增量。**公司公告拟向不特定对象发行可转债不超过 8.28 亿元，债券期限为 6 年，本次募集资金投向包括安庆高端个护及合成香料项目一期和年产 2600 吨高端个护项目，投资额分别为 6.45/2.57 亿，拟投入募集资金分别为 6.0/2.3 亿。

➤ **安庆高端个护及合成香料项目（一期）：**拟建氨基酸表面活性剂/卡波姆产能 1.28/0.2 万吨，拓展个护品种，提升行业地位和市场竞争力。

1) **氨基酸表面活性剂：**表面活性剂在化妆品原材料中的消耗量仅次于基质，在化妆品和个护原材料领域市场空间巨大，而广泛应用于高端洗护产品的氨基酸表面活性剂更是兼具安全/环保/亲肤等特点，跟据 Euromonitor 数据，2016 年至 2021 年行业复合增速高达 23.9%。该项目建成后公司氨基酸表面活性剂产能规模将位居国内前列。

2) **卡波姆：**作为一种高分子水溶性增稠剂，卡波姆被少数国际精细化工企业垄断，国内生产规模小但需求量大、价格高，美妆及个护消费高增将进一步推动卡波姆需求拔升。本项目的实施将有助于缓解国内卡波姆产能紧张情况，控制相关成本，建立差异化竞争优势，卡位新赛道。

➤ **年产 2600 吨高端个护项目：**21 年公司 P-S 产品产能已满产满销，项目建成达产后，可年产 1,000 吨双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（简称“P-S”）和 1,600 吨 P-S 中间体 RET，新增 P-S 产能将进一步满足上下游需求并巩固公司防晒剂领域龙头地位。P-S 作为一种新型广谱防晒剂，是为数不多能够全面防护 UVA、UVB 波段的防晒剂品种。跟据 Euromonitor 数据，2019 年至 2021 年，P-S 防晒剂消耗量增速以 CAGR10% 位居所有防晒剂品类的前三位，市场空间可期，提前布局抢占先发优势。

◆ **坐享化妆品行业高增红利，夯实主营提升核心竞争力。**近五年，我国化妆品生产企业主营收入年均增长率达到 7.3%，超过同期国民经济平均增长速度，目前我国已成为全球第二大国别化妆品消费市场。**防晒化妆品行业：**防晒化妆品已经从 UVB 防护升级到兼顾 UVA 的防护，防护理念从防晒黑晒伤转变到抗衰老的基础护肤，防晒化妆品的市场需求持续提升。Euromonitor 预计 2025 年全球防晒化妆品市场规模将达到

155.43 亿美元，2021-2025 年年均复合增长率达 6.88%。香料香精行业：根据中国香料香精化妆品工业协会数据，“十三五”期间，我国香料香精行业年均复合增长率为 3%，行业整体运行势头向好，国际竞争力稳步提升。

- ◆ **投资建议：**公司作为全球防晒剂龙头企业，坚持“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，产业链配套齐全，具备核心技术和特色生产工艺，形成了完善的产品矩阵，拟发可转债布局高端个护原料赛道，进一步丰富产品结构，转型升级提升整体竞争力，长期增长势能强劲。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.73/3.55/4.30 亿元，EPS 分别为 1.61/2.10/2.54 元，对应目前股价 PE 分别为 45/34/28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**疫情反复的影响、产品价格调整波动、新业务不及预期、进出口政策变化。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1008.47	1090.42	1737.62	2173.80	2564.35
增长率（%）	-8.35%	8.13%	59.35%	25.10%	17.97%
归母净利润（百万元）	163.46	132.87	272.55	354.80	429.90
增长率（%）	6.35%	-18.72%	105.13%	30.18%	21.17%
每股收益（元）	0.97	0.78	1.61	2.10	2.54
市盈率（P/E）	74.39	91.51	44.61	34.27	28.28

资料来源：同花顺，中航证券研究所



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022s	2023s	2024s	会计年度	2019	2020	2021	2022s	2023s	2024s
货币资金	90.46	122.06	212.43	453.37	766.74	1148.31	营业收入	1100.36	1008.47	1090.42	1737.62	2173.80	2564.35
应收票据及账款	105.36	139.23	165.79	223.49	279.59	329.92	营业成本	761.94	675.88	798.59	1226.95	1508.44	1765.35
预付账款	4.93	5.11	3.54	7.41	9.27	10.94	税金及附加	7.99	8.38	6.66	13.79	17.26	20.36
其他应收款	0.78	0.44	0.85	1.12	1.40	1.65	销售费用	36.01	9.21	12.85	13.90	21.74	25.64
存货	282.21	250.88	336.38	475.56	584.67	684.24	管理费用	66.50	73.65	82.16	100.78	130.43	153.86
其他流动资产	21.89	521.14	355.98	371.73	382.16	391.49	研发费用	34.18	38.87	45.31	72.98	91.30	107.70
流动资产总计	505.64	1038.85	1074.96	1532.67	2023.82	2566.45	财务费用	14.55	16.60	9.29	-1.05	-2.05	-3.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.07	0.00	0.00	-0.04	-0.05	-0.06
固定资产	416.47	544.11	609.84	522.82	434.21	344.02	信用减值损失	-0.10	-1.65	-1.42	-1.75	-2.19	-2.58
在建工程	28.48	16.71	60.61	50.51	40.40	30.30	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	45.47	45.51	46.13	38.44	30.75	23.07	投资收益	2.43	2.96	15.71	7.03	7.03	7.03
长期待摊费用	3.40	13.10	13.54	6.77	0.00	0.00	公允价值变动损益	-1.69	2.73	0.15	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	21.44	20.82	30.96	30.96	30.96	30.96	资产处置收益	-0.41	-0.01	0.02	-0.13	-0.13	-0.13
非流动资产合计	515.27	640.25	761.08	649.50	536.33	428.36	其他收益	2.61	5.34	8.87	5.60	5.60	5.60
资产总计	1020.91	1679.10	1836.04	2182.18	2560.15	2994.81	营业利润	181.95	195.25	156.90	320.98	416.96	504.60
短期借款	247.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.63	1.57	0.58	0.93	0.93	0.93
应付票据及账款	165.15	146.02	176.27	267.28	328.60	384.56	营业外支出	4.54	4.34	2.69	3.86	3.86	3.86
其他流动负债	43.61	43.77	48.82	74.03	91.17	106.78	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	456.19	189.79	225.09	341.31	419.77	491.35	利润总额	178.04	192.49	154.79	318.05	414.03	501.67
长期借款	0.00	0.00	2.67	2.00	1.36	0.75	所得税	24.34	29.03	21.93	45.50	59.23	71.77
其他非流动负债	19.65	13.92	18.63	18.63	18.63	18.63	净利润	153.70	163.46	132.87	272.55	354.80	429.90
非流动负债合计	19.65	13.92	21.30	20.63	19.99	19.38	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	475.84	203.71	246.38	361.94	439.76	510.73	归母净利润	153.70	163.46	132.87	272.55	354.80	429.90
股本	84.66	112.88	112.88	112.88	112.88	112.88	EBITDA	244.09	262.11	238.14	428.59	525.14	606.35
资本公积	122.79	879.70	879.70	879.70	879.70	879.70	NOPLAT	172.27	177.60	142.78	274.71	356.10	430.14
留存收益	337.63	482.81	597.08	827.65	1127.81	1491.50	EPS(元)	0.91	0.97	0.78	1.61	2.10	2.54
归属母公司权益	545.08	1475.39	1589.66	1820.24	2120.39	2484.08							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
股东权益合计	545.08	1475.39	1589.66	1820.24	2120.39	2484.08							
负债和股东权益合计	1020.91	1679.10	1836.04	2182.18	2560.15	2994.81							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022s	2023s	2024s
税后经营利润	153.70	163.46	132.87	264.35	346.59	421.70
折旧与摊销	51.49	53.02	74.06	111.58	113.17	107.98
财务费用	14.55	16.60	9.29	-1.05	-2.05	-3.30
投资损失	-2.43	-2.96	-15.71	-7.03	-7.03	-7.03
营运资金变动	-60.29	-54.95	-51.22	-100.55	-99.31	-89.49
其他经营现金流	0.54	-8.88	1.25	9.71	9.71	9.71
经营性现金流净额	157.56	166.28	150.53	277.00	361.07	439.56
资本支出	83.33	164.87	205.53	-0.00	-0.00	0.00
长期投资	0.00	-490.00	151.82	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	3.59	7.61	14.73	5.53	5.53	5.53
投资性现金流净额	-79.74	-647.06	-38.97	5.53	5.53	5.53
短期借款	16.72	-247.43	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	2.67	-0.67	-0.64	-0.61
普通股增加	0.00	28.22	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	756.91	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-32.13	-20.17	-21.80	-40.93	-52.59	-62.91
筹资性现金流净额	-15.41	517.53	-19.13	-41.59	-53.23	-63.52
现金流量净额	63.44	31.33	89.18	240.95	313.37	381.57

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022s	2023s	2024s
成长能力						
营收增长率	13.23%	-6.35%	8.13%	59.35%	25.10%	17.97%
营业利润增长率	79.41%	7.31%	-19.64%	104.58%	29.90%	21.02%
EBIT增长率	68.48%	8.57%	-21.53%	93.20%	29.96%	20.97%
EBITDA增长率	45.57%	7.38%	-9.14%	79.97%	22.53%	15.46%
归母净利润增长率	77.16%	6.35%	-18.72%	105.13%	30.18%	21.17%
经营现金流增长率	68.49%	5.53%	-9.48%	84.02%	30.35%	21.74%
盈利能力						
毛利率	30.76%	32.98%	26.76%	29.39%	30.61%	31.16%
净利率	13.97%	16.21%	12.18%	15.69%	16.32%	16.76%
营业利润率	16.54%	19.36%	14.39%	18.47%	19.18%	19.68%
ROE	28.20%	11.06%	8.36%	14.97%	16.73%	17.31%
ROA	15.06%	9.73%	7.24%	12.49%	13.86%	14.35%
ROIC	26.76%	22.36%	14.85%	23.69%	29.59%	34.88%
估值倍数						
P/E	79.11	74.39	91.51	44.61	34.27	28.28
P/S	11.05	12.06	11.15	7.00	5.59	4.74
P/B	22.31	8.24	7.65	6.68	5.73	4.89
股息率	0.00%	0.28%	0.28%	0.35%	0.45%	0.54%
EV/EBIT	64.43	27.00	40.78	36.41	27.36	21.93
EV/EBITDA	50.83	21.54	28.10	26.93	21.46	18.02
EV/NOPLAT	72.03	31.79	46.86	42.02	31.65	25.41

数据来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637