

在建在研项目丰富，股权激励彰显成长信心

2023 年 04 月 21 日

➤ **事件：**2022 年实现营收 17.65 亿元/yoy+61.85%，归母净利润 3.88 亿元/yoy+192.13%，归母扣非净利润 3.78 亿元/yoy+229.25%，非经损益主要来自政府补助 863 万元及公允价值变动损益和投资收益 554 万元；4Q22 实现营收 5.16 亿元/yoy+48.67%，归母净利润 1.34 亿元/yoy+534.22%，归母扣非净利润 1.33 亿元/yoy+670.61%。

➤ **化妆品活性原料及其产能利用率实现高增，境外收入占比持续提升。**1) **分产品看**，①化妆品活性成分及其原料实现收入 14.41 亿元/yoy+97.14%，占总营收比重 81.65%/+14.62pct；②合成香料实现收入 2.89 亿元/yoy-10.54%，占总营收比重 16.36%/-13.24pct；③其他产品收入 3510 万元/yoy-4.34%，占总营收比重 1.99%/-1.38pct。2) **分地区看**，境内收入 1.97 亿元/yoy+1.35%，境外收入 15.68 亿元/yoy+74.98%，占营收比重 88.83%/+6.66pct。3) **产能方面**，截至 22 年底，化妆品活性成分及其原料产能 2.71 万吨/年，产能利用率 81.05%，产销率 75.68%，销量同比增长 47.91%，在建产能 2.08 万吨/年；合成香料总产能 1.64 万吨/年。产能利用率 54.08%，产销率 66.18%，销量同比下滑 9.06%。

➤ **毛利率同比提升 9.90pct，价格调整、产品产能释放等助力毛利率水平提升。**1) 毛利率方面，2022 年公司毛利率水平上升 9.90pct 至 36.66%，主要得益于公司自 21Q4 以来基于原材料和海运价格大幅上涨采取的产品价格调整措施逐步落地、整体产能利用率提升及新产品产能逐步释放等。其中化妆品活性成分及其原料、合成生物分别实现毛利率 40.11%/+11.64pct、23.22%/-4.12pct。境内、境外毛利率分别为 26.55%/+2.64pct、37.93%/+10.55pct。2) **费率方面**，2022 年公司实现销售/管理/研发费用率 0.97%/6.03%/4.56%，同比-0.21/-1.50/0.40pct，主要系职工薪酬增加及物料耗用增加所致。3) **净利率方面**，2022 年公司实现净利率 18.90%，同比+10.94pct，主要得益于毛利率大幅提升。

➤ **股权激励计划超市场预期，彰显成长信心。**公司拟向 89 名激励对象授予限制性股票 190 万股，占总股本 1.12%。其中董事、高管、核心技术人员（共计 8 人）获授股票 43 万股，占总股本 0.25%，其他管理人员和业务骨干（共计 81 人）获授股票 109 万股，占总股本 0.64%，预留部分 38 万股，占总股本 0.22%。业绩考核期间为 23-25 年，每年营收较 22 年 CAGR 不低于 30%/28%/25%，对应不同的折算系数。

➤ **加速市场开拓，深耕新品研发。**公司 22 年实现了新产品 PA 500 吨/年的产线投产，以及 P-S 500 吨/年的产线扩张，二氧化钛项目于 22 年末进入试生产阶段。当前在建项目包括 1.28 万吨/年氨基酸表活、2000 吨/年高分子增稠剂，3000 吨/年去屑剂 PO 和 1000 吨/年 P-S 产线。在研项目包括防晒增效剂 BHB、物理防晒剂二氧化钛、氧化锌、高端润肤剂、高效保湿剂等，预计未来 2-3 年逐步放量。

➤ **投资建议：**看好 23 年新型防晒剂 P-S 投产贡献收入，以及未来 2-3 年的新项目不断放量，预计 23-25 年净利润为 4.90/5.85/7.61 亿元，同比增长 26.3%/19.4%/30.1%，对应 PE 为 19/16/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期，新项目落地不及预期，出口成本大幅变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1765	2393	3255	4612
增长率 (%)	61.8	35.6	36.0	41.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	388	490	585	761
增长率 (%)	192.1	26.3	19.4	30.1
每股收益 (元)	2.29	2.89	3.45	4.49
PE	24	19	16	12
PB	4.7	3.9	3.3	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

64.94 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

电话：15051878378

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanqing@mszq.com

相关研究

1.科思股份 (300856.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 淡季业绩仍保持高增，符合一致预期-2022/10/28

2.科思股份 (300856.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩超预期，量价齐升驱动化妆品活性原料业务高成长-2022/08/17

3.科思股份 (300856.SZ) 2021 年年报点评：需求恢复带动收入增长，静待利润拐点-2022/04/24

4.【民生商社】科思股份深度：量价齐升+新产能+新品类，向上动能强劲-2022/01/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1765	2393	3255	4612
营业成本	1118	1547	2107	3046
营业税金及附加	13	19	26	37
销售费用	17	26	72	101
管理费用	106	156	244	346
研发费用	80	110	156	231
EBIT	432	564	682	887
财务费用	-26	-8	-1	-2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	7	8	9
营业利润	464	578	689	896
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	461	577	688	895
所得税	73	86	103	134
净利润	388	490	585	761
归属于母公司净利润	388	490	585	761
EBITDA	527	597	756	994

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	544	730	959	1284
应收账款及票据	291	494	625	885
预付款项	5	83	104	155
存货	454	648	883	1277
其他流动资产	37	53	59	68
流动资产合计	1331	2009	2629	3669
长期股权投资	0	7	15	24
固定资产	672	852	965	988
无形资产	90	99	108	116
非流动资产合计	939	1135	1263	1299
资产合计	2271	3144	3892	4969
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	192	417	563	816
其他流动负债	92	349	491	702
流动负债合计	284	766	1054	1519
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	41	41	41	41
非流动负债合计	41	41	41	41
负债合计	325	808	1095	1560
股本	169	169	169	169
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1945	2337	2797	3408
负债和股东权益合计	2271	3144	3892	4969

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	61.85	35.61	36.03	41.66
EBIT 增长率	187.21	30.58	20.99	30.11
净利润增长率	192.13	26.26	19.36	30.09
盈利能力 (%)				
毛利率	36.66	35.36	35.26	33.94
净利率	21.99	20.48	17.97	16.50
总资产收益率 ROA	17.09	15.59	15.03	15.31
净资产收益率 ROE	19.95	20.97	20.92	22.32
偿债能力				
流动比率	4.69	2.62	2.49	2.42
速动比率	2.95	1.62	1.52	1.45
现金比率	1.92	0.95	0.91	0.85
资产负债率 (%)	14.32	25.69	28.14	31.40
经营效率				
应收账款周转天数	60.28	75.32	70.00	70.00
存货周转天数	148.14	152.82	153.01	152.94
总资产周转率	0.86	0.88	0.93	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	2.29	2.89	3.45	4.49
每股净资产	11.49	13.80	16.52	20.13
每股经营现金流	1.70	3.01	3.25	3.61
每股股利	0.00	0.74	0.88	1.15
估值分析				
PE	24	19	16	12
PB	4.7	3.9	3.3	2.7
EV/EBITDA	16.35	14.14	10.85	7.93
股息收益率 (%)	0.00	1.36	1.63	2.12

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	388	490	585	761
折旧和摊销	12	33	74	106
营运资金变动	-194	-9	-103	-250
经营活动现金流	287	509	551	612
资本开支	-261	-224	-195	-137
投资	330	0	0	0
投资活动现金流	75	-224	-195	-137
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-2	0
筹资活动现金流	-39	-99	-127	-149
现金净流量	332	186	228	325

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026