

科思股份 (300856.SZ)

上半年归母净利润增长 139%，多因素加码盈利能力持续提升

增持

核心观点

公司上半年业绩维持高速增长趋势。公司 2023 年上半年实现营收 11.90 亿元/yoy+45.09%；归母净利润 3.51 亿元/yoy+138.69%。其中单 Q2 实现营收 6.02 亿元/yoy+47.89%，归母净利润 1.90 亿元/yoy+114.23%。依托防晒市场的持续扩容和公司龙头市占率的稳步提升，叠加募投产能逐步放量，公司营收实现稳定增长，同时产能利用率的提升和高毛利率的新产品产能逐步释放，带动公司毛利率持续提升，实现盈利能力的进一步提升。

产能进展：目前 2000 吨/年的物理防晒剂二氧化钛项目已转出在建工程，12800 吨/年氨基酸表面活性剂项目和 3000 吨/年新型去屑剂已进入收尾阶段，同时快速推进安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建设。

毛利率加速上行，费用率有所提升。公司 2023 年上半年毛利率、净利率分别为 49.36%/29.45%，同比增加 19.24pct/11.55pct，单 Q2 的毛利率/净利率分别为 49.67%/31.59%，环比+0.63pct/+4.33pct，产能利用率提升叠加新产品产能释放继续推高毛利水平。费用端，2023 年上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.63%/7.51%/5.06%，分别同比+0.76pct/+1.55pct/+0.82pct，为了持续加大市场开拓力度，重启海外布展，并持续提升研发实力和创新活力，公司不断加大费用投以扩充市场份额。

营运能力和现金流方面，公司 2023 年上半年存货周转天数/应收账款周转天数分别为 137/49 天，同比提升 19/14 天；公司 2023 年上半年经营性现金流净额/营业收入为 33.66%，同比增加 17.76pct。

风险提示：宏观环境风险，产能扩张不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司依托防晒市场的持续扩容，和竞争格局优化下市占率的稳步提升，实现核心防晒剂业务的稳步成长，未来公司继续将依托研发实力和稳定的下游客户，夯实全球防晒剂龙头地位。同时，未来随着新型防晒剂产能的逐渐释放，以及高端个护原料项目的落地，其中包括去屑剂、增稠剂等高速增长赛道产品，有望实现向综合平台型美妆原料商的战略性转变。此外，随着公司产能利用率的提升和高毛利率的新品拓展，有望带动盈利水平的持续优化。考虑到公司产能利用率加速提升叠加成本下行，带动毛利率上升，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润至 6.21/7.56/8.75（原值为 5.05/6.11/7.24）亿元，对应 PE 为 21/17/15 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,090	1,765	2,526	3,348	4,074
(+/-%)	8.1%	61.8%	43.1%	32.6%	21.7%
净利润(百万元)	133	388	621	756	875
(+/-%)	-18.7%	192.1%	60.0%	21.8%	15.7%
每股收益(元)	1.18	2.29	3.67	4.47	5.17
EBIT Margin	13.1%	24.4%	27.7%	25.6%	24.3%
净资产收益率 (ROE)	8.4%	20.0%	25.0%	24.1%	22.4%
市盈率 (PE)	65.8	33.8	21.1	17.3	15.0
EV/EBITDA	42.3	26.0	18.3	15.2	13.3
市净率 (PB)	5.50	6.74	5.28	4.17	3.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

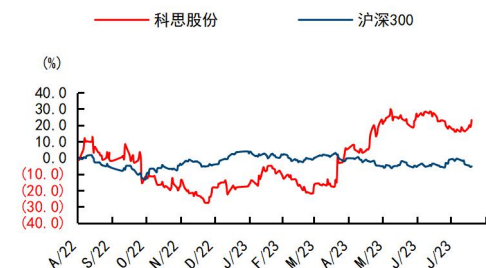
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	77.45 元
总市值/流通市值	13114/12562 百万元
52 周最高价/最低价	83.56/45.49 元
近 3 个月日均成交额	110.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《科思股份 (300856.SZ) —— 季度归母净利润同比增长 176%，迈向综合型个护原料平台》—— 2023-04-26
- 《科思股份 (300856.SZ) —— 2022 年业绩实现高速增长，股权激励助力中长期稳健成长》—— 2023-04-20
- 《科思股份 (300856.SZ) —— 22 年业绩表现优异，产能释放及品类扩张驱动快速成长》—— 2023-01-19
- 《科思股份 (300856.SZ) —— 22 年业绩表现优异，产能释放及品类扩张驱动快速成长》—— 2023-01-12
- 《科思股份 (300856.SZ) —— 三季度业绩增长 325%，产能释放及品类扩张驱动持续成长》—— 2022-10-28

公司上半年业绩维持高速增长趋势。公司 2023 年上半年实现营收 11.90 亿元/yoy+45.09%；归母净利润 3.51 亿元/yoy+138.69%。其中单 Q2 实现营收 6.02 亿元/yoy+47.89%，归母净利润 1.90 亿元/yoy+114.23%。依托防晒市场的持续扩容和公司龙头市占率的稳步提升，叠加募投产能逐步放量，公司营收实现稳定增长，同时产能利用率的提升和高毛利率的新产品产能逐步释放，以及成本端压力的下行，带动毛利率的提升，实现利润大幅增长。

产能进展：目前 2000 吨/年的物理防晒剂二氧化钛项目已转出在建工程，12800 吨/年氨基酸表面活性剂项目和 3000 吨/年新型去屑剂已进入收尾阶段，同时快速推进安庆科思高端个人护理品及合成香料项目建设。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

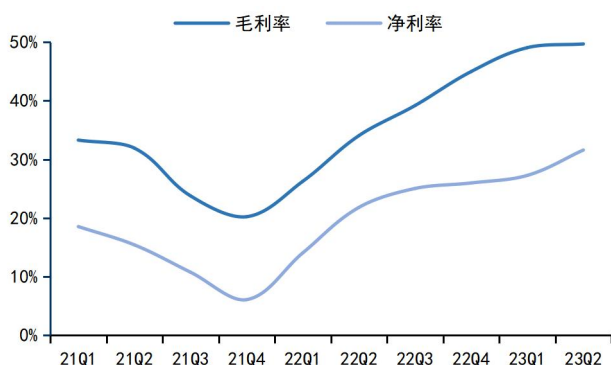
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

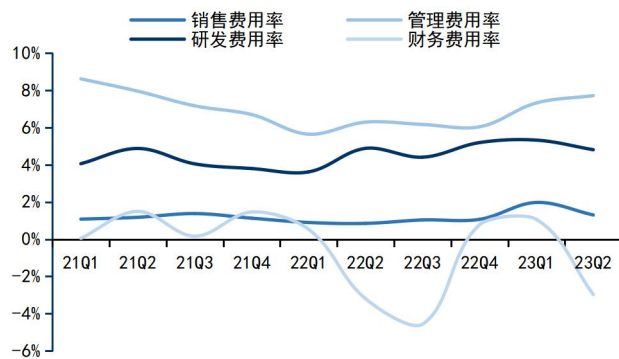
盈利能力方面，公司 2023 年上半年毛利率、净利率分别为 49.36%、29.45%，同比增加 19.24pct、11.55pct，单 Q2 的毛利率/净利率分别为 49.67%/31.59%，环比+0.63pct/+4.33pct，产能利用率提升叠加新产品产能释放继续推高毛利水平。费用端，2023 年上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.63%/7.51%/5.06%，分别同比+0.76pct/+1.55pct/+0.82pct，为了持续加大市场开拓力度，重启海外布展，并持续提升研发实力和创新活力，公司不断加大费用投以扩充市场份额。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



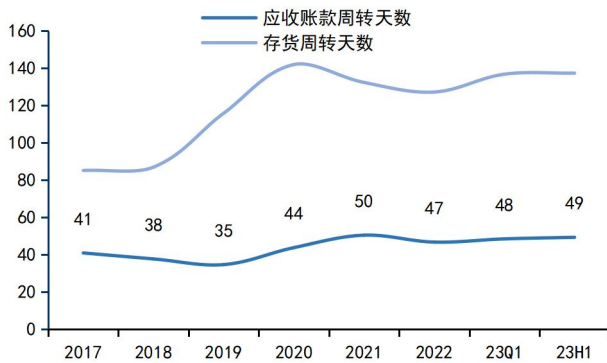
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率情况

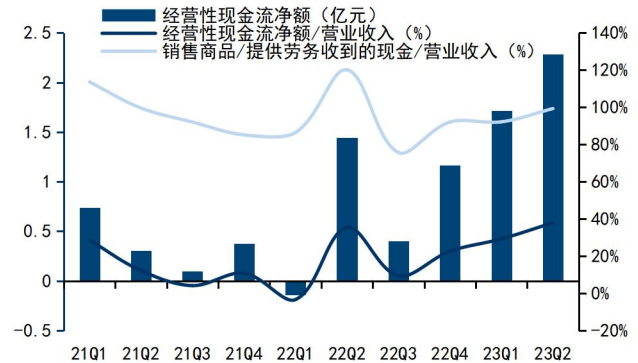


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力和现金流方面，公司 2023 年上半年存货周转天数/应收账款周转天数分别为 137/49 天，同比提升 19/14 天；公司 2023 年上半年经营性现金流净额/营业收入为 33.66%，同比增加 17.76pct，主要由于销售产品增加带动现金增加。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司依托防晒市场的持续扩容，和竞争格局优化下市占率的稳步提升，推动核心防晒剂业务的稳步成长，未来公司继续将依托研发实力和稳定的下游客户，夯实全球防晒剂龙头地位。同时，未来随着新型防晒剂产能的逐渐释放，以及高端个护原料项目的落地，其中包括去屑剂、增稠剂等高速增长赛道产品，有望实现向综合平台型美妆原料商的战略性转变。此外，随着公司产能利用率的提升和高毛利率的新品拓展，有望带动盈利水平的持续优化。考虑到公司产能利用率加速提升叠加成本下行，将带动毛利率进一步提升，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润至 6.21/7.56/8.75（原值为 5.05/6.11/7.24）亿元，对应 PE 为 21/17/15 倍，维持“增持”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	2023		2024		原因
	现值	原值	现值	原值	
EHT 产能利用率	50%	43%	55%	50%	下游订单需求旺盛，带动产能利用率上行
PA 产能利用率	45%	40%	65%	50%	PA 适用下游防晒产品多，并深受消费者喜爱，带动行业需求上行，公司增加产线，扩大生产来满足下游需求
销售费用率	2.01%	1.07%	2.04%	1.12%	公司不断持续加大市场开拓力度，并重启海外布局，市场推广费用增加带动销售费用率上行

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-08-17)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300856.SZ	科思股份	77.45	131	2.29	3.67	4.47	5.17	22.75	21.11	17.34	14.99	19.95	0.35	增持
300957.SZ	贝泰妮	97.32	412	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	32.12	25.28	19.90	18.93	1.45	买入
688363.SH	华熙生物	97.80	471	2.02	2.70	3.50	4.42	67.03	36.22	27.94	22.13	14.64	1.08	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	212	544	955	1323	1865	营业收入	1090	1765	2526	3348	4074
应收款项	167	292	360	468	558	营业成本	799	1118	1471	2000	2468
存货净额	336	454	595	838	1022	营业税金及附加	9	13	20	27	33
其他流动资产	29	41	76	100	122	销售费用	13	17	51	72	90
流动资产合计	1075	1331	1986	2729	3568	管理费用	82	106	158	218	268
固定资产	665	735	870	995	1111	研发费用	45	80	126	174	224
无形资产及其他	46	90	87	85	82	财务费用	9	(26)	(34)	(37)	(43)
投资性房地产	50	115	115	115	115	投资收益	16	5	2	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1836	2271	3058	3924	4876	其他收入	(38)	(79)	(126)	(174)	(224)
短期借款及交易性金融负债	2	2	100	150	200	营业利润	157	464	737	898	1038
应付款项	176	192	333	454	561	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	47	90	94	129	159	利润总额	155	461	735	895	1035
流动负债合计	225	284	527	733	920	所得税费用	22	73	114	139	160
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	41	44	47	50	归属于母公司净利润	133	388	621	756	875
长期负债合计	21	41	44	47	50	现金流量表（百万元）					
负债合计	246	325	572	780	971	净利润	133	388	621	756	875
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	5	2	1	1
股东权益	1590	1945	2486	3144	3905	折旧摊销	70	86	47	57	67
负债和股东权益总计	1836	2271	3058	3924	4876	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	9	(26)	(34)	(37)	(43)
每股收益	1.18	2.29	3.67	4.47	5.17	营运资本变动	(83)	(236)	(93)	(216)	(155)
每股红利	0.15	0.20	0.48	0.58	0.67	其它	0	(5)	(2)	(1)	(1)
每股净资产	14.08	11.49	14.68	18.57	23.06	经营活动现金流	119	239	575	597	787
ROIC	10.44%	24.18%	33%	38%	38%	资本开支	0	(157)	(181)	(181)	(181)
ROE	8.36%	19.95%	25%	24%	22%	其它投资现金流	162	330	0	0	0
毛利率	27%	37%	42%	40%	39%	投资活动现金流	162	173	(181)	(181)	(181)
EBIT Margin	13%	24%	28%	26%	24%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	29%	30%	27%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	8%	62%	43%	33%	22%	支付股利、利息	(17)	(34)	(81)	(98)	(114)
净利润增长率	-19%	192%	60%	22%	16%	其它融资现金流	(154)	(12)	98	50	50
资产负债率	13%	14%	19%	20%	20%	融资活动现金流	(191)	(80)	17	(48)	(64)
股息率	0.1%	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%	现金净变动	90	332	411	368	542
P/E	65.8	33.8	21.1	17.3	15.0	货币资金的期初余额	122	212	544	955	1323
P/B	5.5	6.7	5.3	4.2	3.4	货币资金的期末余额	212	544	955	1323	1865
EV/EBITDA	42.3	26.0	18.3	15.2	13.3	企业自由现金流	0	55	364	385	569
						权益自由现金流	0	43	476	455	646

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032