

科思股份 (300856.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

拟在马来西亚建设 1 万吨防晒剂项目， 产能“出海”迈出第一步

事件简评

- 公司 11 月 17 日公告，积极响应国家“一带一路”倡议，拟在马来西亚柔佛州丹戎浪莎工业园建设 1 万吨防晒剂项目，总投资 7.1 亿元，其中公司以自有资金出资 70%、控股股东科思投资出资 30%，建设 24 个月（目前尚处于筹备阶段，暂未进入实质性投资阶段、仍需通过公司股东大会、外汇管理部门、马来西亚相关部门审批、环评等）。
- 本次公司拟建马来西亚防晒工厂主要为：1) 应对快速增长的防晒需求、进一步扩大销售规模和产能优势；2) 是公司开展全球产能布局的第一步，有助于巩固和提升在亚太和欧洲市场的竞争优势和影响力，从而扩大在全球防晒剂领域的市场份额。

经营分析

- 防晒剂领域产能优势显著，产品体系丰富且全面。产品已覆盖市场上主要化学防晒剂和部分物理防晒剂品类，且涵盖 UVA、UVB 的所有波段。截止 2022 年底，公司化妆品活性成分及其原料（主要为防晒剂）设计产能 2.71 万吨/年、产能利用率为 81%。
- 防晒剂需求持续旺盛，公司马来西亚 1 万吨产能主要系中国工厂产能补充。全球防晒剂市场持续扩大，据欧睿数据，2022 年全球防晒剂市场规模约 5.99 万吨、至 2027 年达 7.16 万吨，5 年复合增速 3.6%。同时，除传统防晒霜、防晒喷雾领域，防晒剂在气垫、隔离、粉底液、唇膏等品类应用范围和渗透率不断提升。

盈利预测、估值与评级

- 长期的技术积累、深厚的大客户资源，敏锐的市场洞察力、出色的选品能力，严格的质控和安全体系等核心竞争力筑造壁垒，看好中长期成长性。
- 考虑到马来西亚 1 万吨防晒剂项目短期内对业绩影响不大。维持盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 7.5/9/9.96 亿元、同比+93%/+20%/+11%，对应 23-25 年 PE 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 产品价格波动/新品投产、放量不及预期/限售股解禁。

商贸零售组

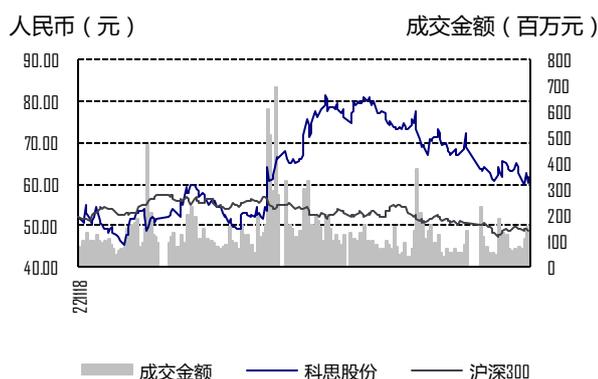
分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：61.79 元

相关报告：

- 1.《科思股份 3Q23：淡季不淡，买入旺季》，2023.10.23
- 2.《科思股份 2Q23 点评：业绩再超预期，成长属性凸显》，2023.8.18
- 3.《科思股份 23 年一季报点评：1Q23 业绩增长超预期，看好周期向...》，2023.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,090	1,765	2,700	3,580	4,300
营业收入增长率	8.13%	61.85%	52.99%	32.59%	20.11%
归母净利润(百万元)	133	388	750	900	996
归母净利润增长率	-18.72%	192.13%	93.32%	19.96%	10.68%
摊薄每股收益(元)	1.177	2.292	4.43	5.32	5.88
每股经营性现金流净额	1.35	1.70	4.48	4.86	5.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.36%	19.95%	24.13%	28.28%	25.35%
P/E	53.67	22.75	13.94	11.62	10.50
P/B	4.49	4.54	3.36	3.29	2.66

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至 11 月 17 日）

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,008	1,090	1,765	2,700	3,580	4,300	货币资金	122	212	544	1,340	1,146	1,696
增长率	8.1%	61.8%	53.0%	32.6%	20.1%		应收账款	140	167	292	342	463	556
主营业务成本	-676	-799	-1,118	-1,387	-1,973	-2,477	存货	251	336	454	494	703	882
%销售收入	67.0%	73.2%	63.3%	51.4%	55.1%	57.6%	其他流动资产	526	360	41	67	70	72
毛利	333	292	647	1,313	1,607	1,823	流动资产	1,039	1,075	1,331	2,243	2,382	3,207
%销售收入	33.0%	26.8%	36.7%	48.6%	44.9%	42.4%	%总资产	61.9%	58.5%	58.6%	65.0%	65.4%	71.1%
营业税金及附加	-8	-9	-13	-23	-30	-37	长期投资	0	9	9	9	9	9
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	561	665	735	993	1,031	1,058
销售费用	-9	-13	-17	-49	-72	-95	%总资产	33.4%	36.2%	32.4%	28.8%	28.3%	23.5%
%销售收入	0.9%	1.2%	1.0%	1.8%	2.0%	2.2%	无形资产	59	60	109	123	137	152
管理费用	-74	-82	-106	-205	-251	-301	非流动资产	640	761	939	1,209	1,261	1,301
%销售收入	7.3%	7.5%	6.0%	7.6%	7.0%	7.0%	%总资产	38.1%	41.5%	41.4%	35.0%	34.6%	28.9%
研发费用	-39	-45	-80	-143	-197	-237	资产总计	1,679	1,836	2,271	3,451	3,642	4,508
%销售收入	3.9%	4.2%	4.6%	5.3%	5.5%	5.5%	短期借款	0	2	2	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	202	143	430	893	1,058	1,155	应付款项	146	177	192	222	316	397
%销售收入	20.1%	13.1%	24.4%	33.1%	29.6%	26.9%	其他流动负债	44	46	90	109	143	171
财务费用	-17	-9	26	-5	11	29	流动负债	190	225	284	331	459	567
%销售收入	1.6%	0.9%	-1.5%	0.2%	-0.3%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-1	-6	0	0	0	其他长期负债	14	21	41	11	0	10
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0	负债	204	246	325	342	459	578
投资收益	3	16	5	5	3	2	普通股股东权益	1,475	1,590	1,945	3,109	3,183	3,930
%税前利润	1.5%	10.2%	1.2%	0.6%	0.3%	0.2%	其中：股本	113	113	169	169	169	169
营业利润	195	157	464	893	1,072	1,186	未分配利润	460	575	915	1,478	2,153	2,900
%营业收入	19.4%	14.4%	26.3%	33.1%	29.9%	27.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-3	-2	-2	0	0	0	负债股东权益合计	1,679	1,836	2,271	3,451	3,642	4,508
税前利润	192	155	461	893	1,072	1,186	比率分析						
利润率	19.1%	14.2%	26.1%	33.1%	29.9%	27.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-29	-22	-73	-143	-171	-190	每股指标						
所得税率	15.1%	14.2%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	1.448	1.177	2.292	4.432	5.316	5.883
净利润	163	133	388	750	900	996	每股净资产	13.070	14.083	11.490	18.364	18.799	23.211
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.473	1.347	1.696	4.484	4.862	5.638
归属于母公司的净利润	163	133	388	750	900	996	每股股利	0.300	0.300	1.000	1.108	1.329	1.471
净利率	16.2%	12.2%	22.0%	27.8%	25.1%	23.2%	回报率						
							净资产收益率	11.08%	8.36%	19.95%	24.13%	28.28%	25.35%
							总资产收益率	9.73%	7.24%	17.09%	21.74%	24.71%	22.10%
							投入资本收益率	11.64%	7.67%	18.30%	24.12%	27.92%	24.68%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-8.35%	8.13%	61.85%	52.99%	32.59%	20.11%
							EBIT增长率	4.51%	-29.45%	201.13%	107.57%	18.48%	9.14%
							净利润增长率	6.35%	-18.72%	192.13%	93.32%	19.96%	10.68%
							总资产增长率	64.47%	9.35%	23.66%	52.01%	5.53%	23.76%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	44.3	51.0	47.3	46.0	47.0	47.0
							存货周转天数	143.9	134.2	129.0	130.0	130.0	130.0
							应付账款周转天数	84.0	73.7	60.1	58.0	58.0	58.0
							固定资产周转天数	196.9	202.4	139.1	112.3	83.5	67.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-41.67%	-34.00%	-27.88%	-43.10%	-36.02%	-43.15%
							EBIT利息保障倍数	12.2	15.4	-16.3	193.1	-99.2	-39.3
							资产负债率	12.13%	13.42%	14.32%	9.91%	12.61%	12.81%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	163	133	388	750	900	996
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	77	102	96	116	127
非经营收益	3	-7	-9	-21	12	-2
营运资金变动	-55	-51	-194	-66	-205	-167
经营活动现金净流	166	152	287	759	823	955
资本开支	-158	-209	-261	-350	-168	-168
投资	-490	152	330	0	0	0
其他	1	19	6	5	3	2
投资活动现金净流	-647	-39	75	-345	-165	-166
股权募资	862	0	0	602	-602	0
债权募资	-248	0	0	-2	-10	10
其他	-97	-19	-39	-218	-240	-249
筹资活动现金净流	518	-19	-39	382	-852	-239
现金净流量	31	91	332	796	-194	550

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

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	2022-04-26	增持	36.19	N/A
2	2022-08-17	买入	50.20	N/A
3	2022-09-10	买入	70.11	N/A
4	2022-10-28	买入	63.30	N/A
5	2023-04-20	买入	54.12	N/A
6	2023-04-26	买入	62.80	N/A
7	2023-08-18	买入	77.45	N/A
8	2023-10-23	买入	60.50	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806