



增持（维持）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：88.11

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

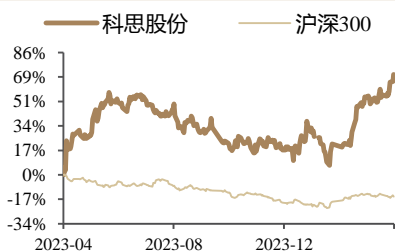
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.17	40.08	30.73
相对涨幅(%)	11.81	35.74	24.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《科思股份(300856.SZ)：23Q3利润延续高增长，防晒龙头地位夯实》，2023.10.22
- 《科思股份(300856.SZ)：23H1利润超预期，产能逐步释放》，2023.8.18
- 《科思股份(300856.SZ)：Q1+176%延续高景气，利润率持续提升》，2023.4.26
- 《科思股份(300856.SZ)：业绩延续高景气，激励计划提振信心》，2023.4.20

科思股份：业绩符合预期，海外扩充 深化防晒优势、积极布局个护

投资要点

- **公司发布23年及24Q1业绩，整体业绩符合预期。**(1) **2023年**：营业收入为24.0亿/同比+35.99%，归母净利润为7.34亿/同比+89.02%，落在此前业绩预告的中枢偏下沿(7.2-7.6亿)，扣非归母净利润7.15亿/同比+89.11%，毛利率48.83%/同比+12.17pcts、来自于高毛利率产品的占比提升，归母净利率30.57%/同比+8.57pcts。(2) **23Q4**：营业收入为6.26亿/同比+21.27%、双十一大促等多因素带动环比Q3淡季提升7.10%，归母净利润为1.97亿/同比+47.33%，来自于新型防晒剂的放量、产能利用率的提升等因素，单季度净利润环比23Q3+6.29%。(3) **24Q1**：营业收入为7.12亿/同比+21.10%，归母净利润为2.20亿/同比+37.16%，延续高增长势头。
- **毛利率受到多因素扰动，归母净利率仍维持高位。**23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1毛利率分别为49.04%/49.67%/50.10%/46.64%/47.82%，整体仍维持45%+的高毛利率水平，新型防晒剂等产品放量带动结构调整；但环比来看毛利率略有下降，预计新产能扩充后订单仍有爬坡周期，23年化妆品活性成分及其原料产能为3.318万吨、提升6110吨，但产能利用率从81.05%下降至75.05%，营业成本中的原材料项目略有增加，但制造费用从2.77亿大幅增加至3.52亿，营业成本占比从24.82%提升至28.71%。在期间费用方面，23年销售费率为1.37%/+0.40pcts(公司增加市场推广费用)，23年管理费率为6.81%/+0.78%(薪酬增加，以及股权激励计划支付费用1251万)，汇兑收益减少带来财务费用略微提升；期间费用环比略有提升，来自于销售费用及管理费用的增加。分季度看，23Q1-24Q1归母净利率分别为27.26%/31.59%/31.79%/31.55%/30.87%，仍维持较高水平。
- **中长期：国内+海外同步规划产能扩充，进军高端个护领域，布局一站式原料平台。**(1) 公司现有在建产能5600吨，包括防晒系列项目扩产、个护及香料项目、高端个人护理品等；(2) 公司23年11月公告，计划投资7.11亿，建设“马来西亚年产1万吨防晒系列产品项目”，计划在25年下半年投入市场；(3) 研发方面，物理防晒二氧化钛、氧化锌系列产品在实验室研究阶段，同时研发卡波姆、高端润肤剂、护发调理剂、高效保湿剂等产品，香料产品及化妆品的复配开发项目也在实验室研究阶段，公司在研发端广泛布局，一站式布局原料。
- **投资建议**：科思股份为防晒剂领域龙头企业，考虑防晒剂市场需求高景气度+产品价格坚挺+高毛利率的新品逐步放量，预计仍能维持较高盈利能力，未来个护项目产能释放贡献新增长。预计24-26年营业收入为31.92/42.51/54.34亿，同比增速+33.0%/+33.2%/+27.8%，归母净利润9.04亿/11.69亿/14.45亿，同比增速为+23.3%/+29.2%/+23.6%，对应PE为16.5X/12.8X/10.3X，维持“增持”评级。
- **风险提示**：原材料及产品价格波动；客户依赖；汇率波动。

股票数据

总股本(百万股)：	169.34
流通A股(百万股)：	162.59
52周内股价区间(元)：	51.73-88.11
总市值(百万元)：	14,920.44
总资产(百万元)：	4,135.18
每股净资产(元)：	16.88

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,765	2,400	3,192	4,251	5,434
(+/-)YOY(%)	61.8%	36.0%	33.0%	33.2%	27.8%
净利润(百万元)	388	734	904	1,169	1,445
(+/-)YOY(%)	192.1%	89.0%	23.3%	29.2%	23.6%
全面摊薄EPS(元)	2.29	4.33	5.34	6.90	8.53
毛利率(%)	36.7%	48.8%	47.2%	45.8%	44.3%
净资产收益率(%)	19.9%	27.9%	27.3%	27.7%	27.1%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	4.33	5.34	6.90	8.53
每股净资产	15.51	19.55	24.89	31.53
每股经营现金流	4.72	5.83	7.76	8.91
每股股利	1.00	1.30	1.56	1.89
价值评估(倍)				
P/E	14.36	16.50	12.77	10.33
P/B	4.01	4.51	3.54	2.79
P/S	6.22	9.35	7.02	5.49
EV/EBITDA	11.06	12.51	9.53	7.45
股息率%	1.6%	1.5%	1.8%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.8%	47.2%	45.8%	44.3%
净利润率	30.6%	28.3%	27.5%	26.6%
净资产收益率	27.9%	27.3%	27.7%	27.1%
资产回报率	18.9%	19.4%	20.6%	20.9%
投资回报率	22.0%	23.0%	24.0%	23.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	36.0%	33.0%	33.2%	27.8%
EBIT 增长率	95.4%	27.2%	28.5%	22.7%
净利润增长率	89.0%	23.3%	29.2%	23.6%
偿债能力指标				
资产负债率	32.5%	29.0%	25.9%	22.7%
流动比率	4.5	4.5	4.7	5.3
速动比率	3.4	3.4	3.7	4.3
现金比率	1.1	1.3	1.8	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	55.0	52.0	42.0	36.0
存货周转天数	128.8	100.0	85.0	75.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
固定资产周转率	2.6	3.1	3.9	4.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	734	904	1,169	1,445
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	127	109	121	133
非经营收益	12	13	10	6
营运资金变动	-74	-40	14	-76
经营活动现金流	799	987	1,313	1,508
资产	-654	-489	-489	-439
投资	-723	-50	-50	-50
其他	11	10	13	16
投资活动现金流	-1,366	-529	-526	-473
债权募资	719	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-174	-239	-284	-339
融资活动现金流	546	-239	-284	-339
现金净流量	-13	218	503	697

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,400	3,192	4,251	5,434
营业成本	1,228	1,685	2,306	3,026
毛利率%	48.8%	47.2%	45.8%	44.3%
营业税金及附加	22	29	38	49
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	33	48	62	76
营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	163	223	293	370
管理费用率%	6.8%	7.0%	6.9%	6.8%
研发费用	113	150	196	250
研发费用率%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%
EBIT	844	1,073	1,378	1,691
财务费用	-15	8	4	-6
财务费用率%	-0.6%	0.2%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	7	10	13	16
营业利润	871	1,074	1,387	1,714
营业外收支	-5	-4	-4	-4
利润总额	866	1,070	1,383	1,710
EBITDA	961	1,182	1,499	1,824
所得税	133	166	214	265
有效所得税率%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	734	904	1,169	1,445

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	542	760	1,263	1,960
应收账款及应收票据	441	481	511	575
存货	425	511	578	683
其它流动资产	832	886	942	998
流动资产合计	2,240	2,638	3,295	4,216
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	926	1,020	1,102	1,172
在建工程	473	723	973	1,173
无形资产	118	150	182	214
非流动资产合计	1,650	2,026	2,390	2,692
资产总计	3,890	4,664	5,685	6,908
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	363	405	467	508
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	131	179	234	291
流动负债合计	494	584	701	799
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	769	769	769	769
非流动负债合计	769	769	769	769
负债总计	1,263	1,353	1,470	1,568
实收资本	169	339	339	339
普通股股东权益	2,627	3,311	4,215	5,340
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,890	4,664	5,685	6,908

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。