

科思股份 (300856.SZ)

多因素扰动业绩增长放缓，防晒市场份额持续提升

优于大市

核心观点

受下游客户去库存及海外天气影响，单Q2业绩环比有所放缓。上半年公司实现营业收入14.05亿/yoy+18.0%；归母净利润4.21亿/yoy+20.2%；其中单Q2实现营收6.93亿/yoy+15.0%；实现归母净利2.02亿/yoy+6.0%，环比有所放缓。收入端预计受下游客户去库存，叠加欧洲阴雨天影响，整体下游防晒需求减弱，导致上游防晒剂订单增长放缓。利润端主要系转固折旧摊销增加及可转债利息费用等多因素影响。同时公司在上半年完成年产1000吨PS产线的投产试运行，并加快推进氨基酸表活和PO等洗护新品，并全面推进马来西亚年产1万吨防晒系列产品项目建设，预计后续有望持续放量，推动业绩持续提升。此外，公司计划中期拟派发2.04亿元现金红利，每10股派发现金红利6元（含税），占归母净利润的48.34%。

毛利率受产线转固影响同比下滑，财务费用大幅上升。2024Q2公司实现毛利率/净利率分别为47.86%/29.10%，分别同比-1.81/-2.48pct，环比+0.03/-1.75pct，今年上半年公司新增固定资产3.68亿，导致折旧摊销增多，叠加部分品类有所降价，导致公司盈利能力同比有所下行。销售/管理/研发费用率分别为1.29%/7.12%/4.78%，同比-0.01/-0.59/-0.02pct，规模效应下带动整体费用管控良好。财务费用率为-0.38%，同比提升2.59pct，公司于2023年4月募集发行7.25亿可转债，可转债利息费用同比增加；同时上半年产生汇兑收益843万，同比减少280万。

营运及现金流基本保持稳定。公司2024上半年存货周转天数107天，同比减少30天；应收账款周转天数56天，同比增加7天；2024Q2公司经营性现金流净额为4.12亿/yoy+80.2%，整体保持稳定水平。

风险提示：宏观环境风险，工厂投产不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司二季度为销售相对淡季，且有可转债利息费用及转固影响毛利率等多重外界因素扰动，但依托自身在防晒市场的多年龙头地位，整体仍实现了业绩稳定增长。未来随着新型防晒及个护原料的投产放量，以及明年马来西亚工厂完工投产，公司市场份额有望进一步提升。我们考虑到整体下游防晒需求波动性影响，同时今明两年均有较多在建工程转固影响毛利率，我们下调公司2024-2026年归母净利至8.77/10.65/12.73亿元（原值为9.47/11.83/14.60）亿元，对应PE为12/10/8倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,765	2,400	2,997	3,779	4,440
(+/-%)	61.8%	36.0%	24.9%	26.1%	17.5%
净利润(百万元)	388	734	877	1065	1273
(+/-%)	192.1%	89.0%	19.6%	21.3%	19.6%
每股收益(元)	2.29	4.33	2.59	3.14	3.76
EBIT Margin	24.4%	35.0%	34.4%	33.0%	33.4%
净资产收益率(ROE)	20.0%	27.9%	26.4%	25.5%	24.5%
市盈率(PE)	13.3	7.0	11.7	9.7	8.1
EV/EBITDA	10.6	6.8	10.5	8.8	7.5
市净率(PB)	2.65	1.96	3.09	2.46	1.98

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

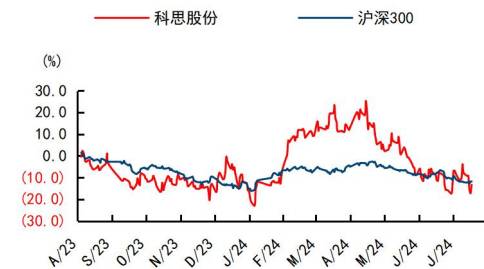
证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	30.41元
总市值/流通市值	10326/9916百万元
52周最高价/最低价	90.23/28.72元
近3个月日均成交额	144.17百万元

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

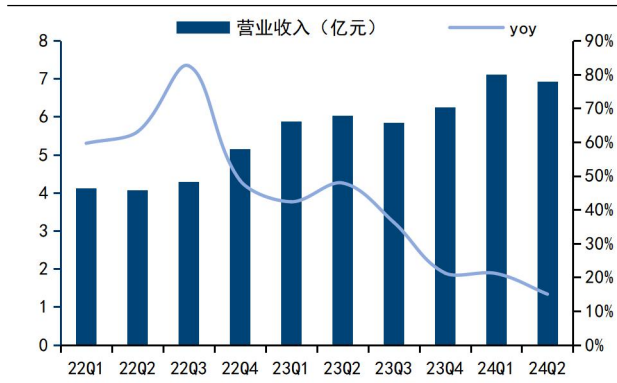
- 《科思股份(300856.SZ)——季度归母净利同比增加37%，全球防晒龙头地位持续强化》——2024-04-17
- 《科思股份(300856.SZ)——2023年业绩预告增长86%-96%，新品产能释放助力盈利提升》——2024-01-16
- 《科思股份(300856.SZ)——三季度归母净利同比增长73%，盈利能力持续提升》——2023-10-23
- 《科思股份(300856.SZ)——上半年归母净利增长139%，多因素加码盈利能力持续提升》——2023-08-18
- 《科思股份(300856.SZ)——季度归母净利同比增长176%，迈向综合型个护原料平台》——2023-04-26

受下游客户需求波动，以及公司成本费用端扰动影响，单 Q2 业绩环比有所放缓。上半年公司实现营业收入 14.05 亿，同比增长 18.0%；归母净利润 4.21 亿元，同比增长 20.2%；其中单 Q2 实现营收 6.93 亿元，同比增长 15.0%，环比下滑 2.7%；实现归母净利 2.02 亿元，同比增长 6.0%，环比下滑 8.2%；扣非归母净利润 1.97 亿元，同比增长 5.23%。收入端预计受下游客户去库存，叠加欧洲阴雨天影响，整体下游防晒需求减弱，导致上游防晒剂订单增长放缓。利润端主要系转固折旧摊销增加及可转债利息费用等多因素影响。

同时公司预计中期拟派发 2.04 亿元现金红利，每 10 股派发现金红利 6 元(含税)，占归母净利润的 48.34%。

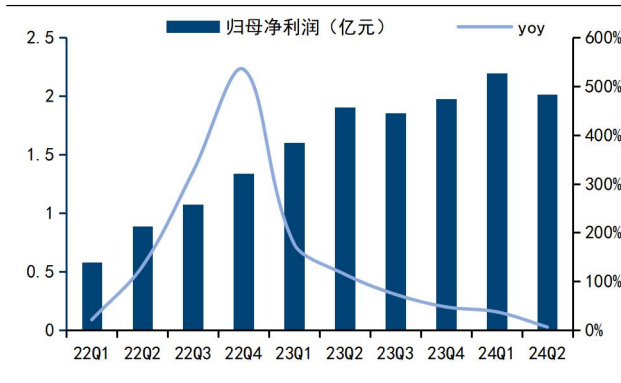
公司在上半年完成年产 1000 吨 PS 产线的投产试运行，并加快推进氨基酸表活和 PO 等洗护新品，同时全面推进马来西亚年产 1 万吨防晒系列产品项目建设，预计后续有望持续放量，带动公司业绩持续提升。

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

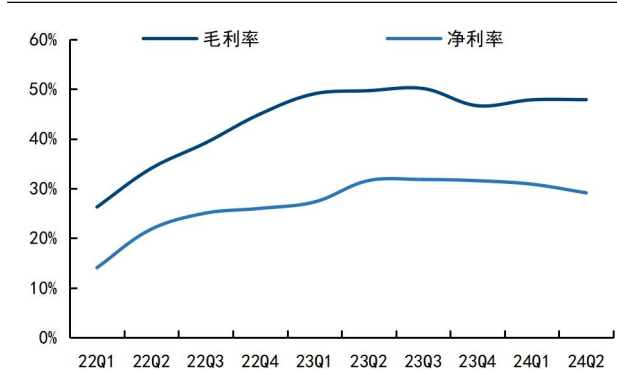
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

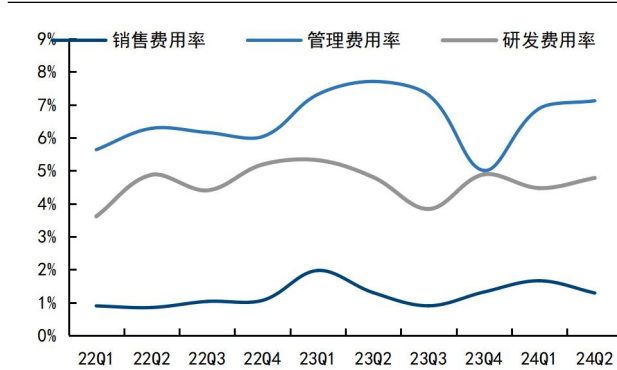
盈利能力方面，2024Q2 实现毛利率/净利率分别为 47.86%/29.10%，分别同比 -1.81/-2.48pct，环比+0.03/-1.75pct，今年上半年新增固定资产 3.68 亿，带动折旧摊销增多，同时叠加部分品类有所降价，导致毛利率同比有所下行。销售/管理/研发费用率分别为 1.29%/7.12%/4.78%，同比-0.01/-0.59/-0.02pct，规模效应下带动整体费用管控良好。财务费用率为-0.38%，同比提升 2.59pct，公司于 2023 年 4 月募集发行 7.25 亿可转债，可转债利息费用同比增加；同时上半年产生汇兑收益 843 万，同比减少 280 万。

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

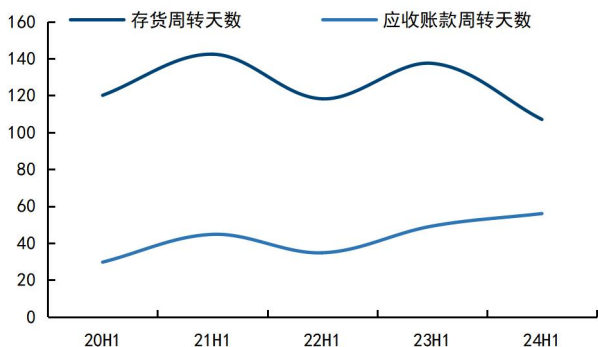
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

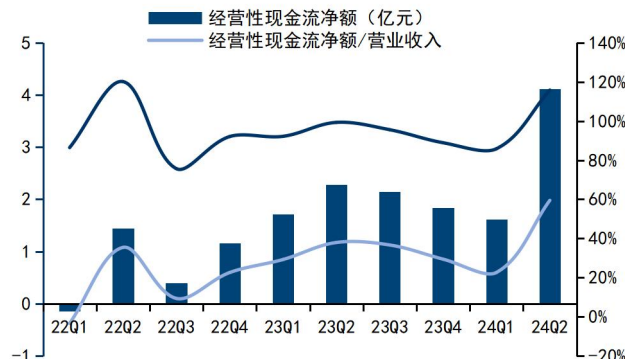
营运能力及现金流方面，公司 2024 上半年存货周转天数 107 天，同比减少 30 天；应收账款周转天数 56 天，同比增加 7 天，整体保持稳定水平。2024Q2 公司经营性现金流净额为 4.12 亿元，同比增长 80.2%，收入增长带动整体现金流提升。

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:

公司二季度为销售相对淡季，且有可转债利息费用及转固影响毛利率等多重外界因素扰动，但依托自身在防晒市场的多年龙头地位，整体仍实现了业绩稳定增长。未来随着新型防晒及个护原料的投产放量，以及明年马来西亚工厂完工投产，公司市场份额有望进一步提升。我们考虑到整体下游防晒需求波动性影响，同时今明两年均有较多在建工程转固影响毛利率，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 8.77/10.65/12.73 亿元（原值为 9.47/11.83/14.60）亿元，对应 PE 为 12/10/8 倍，维持“优大于市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
营收增速	24.9%	40.1%	26.1%	23.4%	考虑到欧洲天气原因，下游防晒需求减少，同时叠加公司部分品类降价，整体收入增速进行下调；而明年随着马来西亚工厂投产，预计增速有所上行。
毛利率	47.5%	46.8%	46.7%	46.8%	由于安庆工厂转固，同时明年马来西亚工厂竣工，预计毛利率有所下行。

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 (2024-8-16)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300856.SZ	科思股份	30.41	103	4.33	2.59	3.14	3.76	14.36	11.74	9.67	8.09	27.93	-0.29	优大于市
300957.SZ	贝泰妮	44.36	188	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	18.49	15.89	14.18	12.91	0.54	优大于市
603605.SH	珀莱雅	86.24	342	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	22.88	18.88	16.01	27.45	0.91	优大于市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	544	542	1037	1656	2522	营业收入	1765	2400	2997	3779	4440
应收款项	292	443	427	528	608	营业成本	1118	1228	1574	2016	2353
存货净额	454	425	629	831	959	营业税金及附加	13	22	24	30	36
其他流动资产	41	114	90	113	133	销售费用	17	33	39	53	63
流动资产合计	1331	2240	2900	3845	4939	管理费用	106	163	191	251	293
固定资产	735	1400	1507	1597	1676	研发费用	80	113	138	181	214
无形资产及其他	90	118	114	111	107	财务费用	(26)	(15)	(14)	(20)	(34)
投资性房地产	115	132	132	132	132	投资收益	5	7	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	6	0	0	0
资产总计	2271	3890	4653	5685	6854	其他收入	(79)	(110)	(138)	(181)	(214)
短期借款及交易性金融负债	2	3	100	150	200	营业利润	464	871	1047	1270	1518
应付款项	192	363	352	450	527	营业外净收支	(2)	(5)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	90	128	100	129	150	利润总额	461	866	1045	1268	1515
流动负债合计	284	494	552	729	877	所得税费用	73	133	167	203	242
长期借款及应付债券	0	622	622	622	622	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	148	151	154	157	归属于母公司净利润	388	734	877	1065	1273
长期负债合计	41	769	772	775	778	现金流量表 (百万元)					
负债合计	325	1263	1325	1504	1655	净利润	388	734	877	1065	1273
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	4	5	1	1
股东权益	1945	2627	3329	4181	5199	折旧摊销	86	103	72	94	105
负债和股东权益总计	2271	3890	4653	5685	6854	公允价值变动损失	(0)	(6)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	(26)	(15)	(14)	(20)	(34)
每股收益	2.29	4.33	2.59	3.14	3.76	营运资本变动	(236)	107	(195)	(196)	(126)
每股红利	0.20	1.00	0.52	0.63	0.75	其它	(5)	(4)	(5)	(1)	(1)
每股净资产	11.49	15.51	9.83	12.34	15.35	经营活动现金流	239	937	755	963	1252
ROIC	24.18%	32.51%	35%	41%	44%	资本开支	0	(773)	(181)	(181)	(181)
ROE	19.95%	27.93%	26%	25%	24%	其它投资现金流	330	(717)	0	0	0
毛利率	37%	49%	47%	47%	47%	投资活动现金流	330	(1490)	(181)	(181)	(181)
EBIT Margin	24%	35%	34%	33%	33%	权益性融资	9	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	39%	37%	35%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	62%	36%	25%	26%	17%	支付股利、利息	(34)	(169)	(175)	(213)	(255)
净利润增长率	192%	89%	20%	21%	20%	其它融资现金流	(178)	889	97	50	50
资产负债率	14%	32%	28%	26%	24%	融资活动现金流	(237)	550	(78)	(163)	(205)
股息率	0.7%	3.3%	3.4%	4.1%	4.9%	现金净变动	332	(2)	496	619	866
P/E	13.3	7.0	11.7	9.7	8.1	货币资金的期初余额	212	544	542	1037	1656
P/B	2.6	2.0	3.1	2.5	2.0	货币资金的期末余额	544	542	1037	1656	2522
EV/EBITDA	10.6	6.8	10.5	8.8	7.5	企业自由现金流	0	148	562	765	1042
						权益自由现金流	0	1037	655	820	1111

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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