



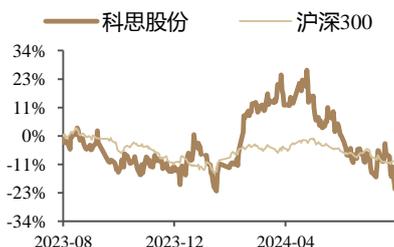
增持（维持）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：27.29

证券分析师

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(%)	-15.51	-24.30	-32.38
相对涨幅(%)	-10.85	-18.98	-23.66

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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》，2024.4.17
- 《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：业绩略有承压，关注新型防晒剂、洗护类长期表现

投资要点

- 公司发布 24 年 H1 业绩，业绩略有承压。**（1）24H1：营业收入为 14.05 亿/同比+18.01%，归母净利润为 4.21 亿/同比+20.24%，扣非归母净利润 4.01 亿/同比+16.44%；（2）24Q2：营业收入为 6.93 亿/同比+15.00%，归母净利润为 2.02 亿/同比+6.00%，扣非归母净利润 1.97 亿/同比+5.23%，单季度净利润环比-8.18%。
- 毛利率略有下降，归母净利率突破 30%。**24H1 毛利率 47.8%，同比下降 1.5pcts，由于新产能投产，我们认为前期爬坡阶段规模效应小，毛利率较低，此外，防晒品类低价厮杀激烈，我们认为可能会压缩公司利润空间，造成毛利率略有下降，我们预期未来新型防晒剂占比提升，市场高景气度持续、价格压力较小，支持毛利率水平进一步提升；财务费用为 100.8 万，去年同期为-1162.6 万，主要系本期可转债利息费用增加，但其余费用率均略有下降，带动归母净利率提升，归母净利率 30.0%，同比增长 0.6pcts。
- 个护、防晒需求旺盛，产品品类丰富。**分产品来看，公司主营业务化妆品活性成分及其原料实现收入 12.02 亿，同比增长 15.07%，占比 85.6%；24H1 个人护理需求旺盛，防晒市场持续升温，场景持续拓展，1) 防晒品类结构调整，新型防晒剂增长迅速，包括 P-S、PA 等，产品品类丰富；2) 洗护产品投产爬坡，公司在防晒线基础上推出 PO 等洗护产品，看好未来出货量提升，但由于需要爬坡期，短期内对业绩影响有限。预计未来行业去库存情况改善，公司凭借高产品力继续实现增长。
- 未来计划：国内+海外同步规划产能扩充，持续提升研发实力。**（1）防晒剂产能扩充：上半年完成年产 1000 吨 P-S 产线的投产试运行，公司全面推进马来西亚年产 1 万吨防晒系列产品项目建设，进一步提高公司国际化水平和抗风险能力；（2）个护项目加速推进：加快推进氨基酸表面活性剂和 PO 等洗护类新品的市场推广；安庆工厂 2600 吨高端个人护理项目的主体工程已完工并投产；（3）研发方面：搭建体系化的“原料+”的供应模式，一方面为原料开发和品质优化提供配方验证，另一方面不断创新和升级配方应用研究。
- 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+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。参考上半年完成情况，我们认为下半年在整体环境改善+新品放量预期下，有望环比改善，但基于审慎考虑，调整 24-26 年营业收入至 29.32/35.66/43.20 亿，同比增速+22.2%/+21.6%/+21.1%，归母净利润 8.54 亿/10.35 亿/12.39 亿，同比增速为+16.4%/+21.2%/+19.7%，对应 PE 为 10.82X/8.93X/7.46X，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):	338.68
流通 A 股(百万股):	326.07
52 周内股价区间(元):	27.04-43.91
总市值(百万元):	9,266.76
总资产(百万元):	4,070.69
每股净资产(元):	15.51

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	2,932	3,566	4,320
(+/-)YOY(%)	61.8%	36.0%	22.2%	21.6%	21.1%
净利润(百万元)	388	734	854	1,035	1,239
(+/-)YOY(%)	192.1%	89.0%	16.4%	21.2%	19.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.15	2.17	2.52	3.06	3.66
毛利率(%)	36.7%	48.8%	48.0%	47.4%	46.6%
净资产收益率(%)	19.9%	27.9%	26.0%	25.6%	24.9%

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	2.52	3.06	3.66
每股净资产	15.51	9.69	11.96	14.68
每股经营现金流	4.72	2.99	3.48	4.00
每股股利	1.00	0.60	0.78	0.94
价值评估(倍)				
P/E	14.36	10.82	8.93	7.46
P/B	4.01	2.82	2.28	1.86
P/S	1.93	3.15	2.59	2.14
EV/EBITDA	11.06	8.11	6.52	5.17
股息率%	1.6%	2.2%	2.9%	3.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.8%	48.0%	47.4%	46.6%
净利润率	30.6%	29.1%	29.0%	28.7%
净资产收益率	27.9%	26.0%	25.6%	24.9%
资产回报率	18.9%	18.8%	19.2%	19.6%
投资回报率	22.0%	21.9%	22.1%	21.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	36.0%	22.2%	21.6%	21.1%
EBIT 增长率	95.4%	19.5%	20.4%	18.9%
净利润增长率	89.0%	16.4%	21.2%	19.7%
偿债能力指标				
资产负债率	32.5%	27.8%	24.9%	21.5%
流动比率	4.5	5.1	5.3	6.1
速动比率	3.4	4.0	4.2	5.1
现金比率	1.1	1.6	2.1	2.9
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	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	2.6	2.9	3.2	3.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	734	854	1,035	1,239
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	14	12	10
营运资金变动	-74	36	8	-26
经营活动现金流	799	1,014	1,177	1,356
资产	-654	-489	-489	-439
投资	-723	-50	-50	-50
其他	11	9	11	13
投资活动现金流	-1,366	-530	-528	-476
债权募资	719	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-174	-218	-284	-339
融资活动现金流	546	-218	-284	-339
现金净流量	-13	265	365	541

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 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	2,932	3,566	4,320
营业成本	1,228	1,525	1,876	2,306
毛利率%	48.8%	48.0%	47.4%	46.6%
营业税金及附加	22	26	32	39
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	33	44	52	60
营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	163	205	246	294
管理费用率%	6.8%	7.0%	6.9%	6.8%
研发费用	113	138	164	199
研发费用率%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%
EBIT	844	1,008	1,214	1,444
财务费用	-15	8	3	-5
财务费用率%	-0.6%	0.3%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	7	9	11	13
营业利润	871	1,009	1,222	1,461
营业外收支	-5	-4	-4	-4
利润总额	866	1,005	1,218	1,457
EBITDA	961	1,117	1,335	1,577
所得税	133	151	183	219
有效所得税率%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	734	854	1,035	1,239

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	542	807	1,172	1,713
应收账款及应收票据	441	405	427	437
存货	425	422	464	497
其它流动资产	832	885	940	994
流动资产合计	2,240	2,520	3,002	3,641
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	4,546	5,392	6,332
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	363	332	377	366
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	131	163	194	227
流动负债合计	494	495	571	593
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	1,264	1,340	1,362
实收资本	169	339	339	339
普通股股东权益	2,627	3,282	4,052	4,971
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,890	4,546	5,392	6,332

信息披露

分析师与研究助理简介

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
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。
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。