科思股份（300856.SZ）

产品量价下滑致业绩承压，关注后续新产线表现

优于大市

核心观点

产品量价下滑致业绩承压。公司2024年实现营收22.76亿/yoy-5.16%；归母净利润5.62亿/yoy-23.33%；2025Q1实现营收3.97亿/yoy-44.29%；归母净利润0.48亿/yoy-78.15%。防晒原料处于下行周期，价格持续下降，同时防晒剂市场需求增长放缓，下游客户去库存，导致公司出货量减少。量价齐跌双重压力下，营收与利润显著承压。同时公司2024年每10股派发现金红利3元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增4股。

分品类看，化学品活性成分及其原料2024年实现营收19.04亿/yoy-8.05%；合成香料实现营收3.52亿/yoy+14.16%。从毛利率看，化学品活性成分及其原料/合成香料分别为49.22%/20.80%，同比-3.84pct/-2.80pct。两大品类都受到行业竞争加剧的影响而均价下降。**分渠道看，**公司以境外销售为主，受国际形势影响收入占比收缩2.97pct至86.97%，2024年实现营收19.79亿/yoy-8.30%。境内销售2024年实现营收2.97亿/yoy+22.87%。

产品价格下调加速盈利能力降低。盈利能力方面，2024年公司毛利率/净利率分别同比-4.43/-5.91pct。2025Q1毛利率/净利率分别同比-13.78/-18.79pct。防晒剂产品价格下调导致毛利率加速下滑。费用率方面，2024年销售/管理/研发费用率同比分别+0.10/+1.89/+0.38pct。2025Q1分别同比+0.51/+6.42/+1.05pct。管理费用率主要由于新产能投产而同比上升，同时受收入下滑影响，三大费用率均有所提升。营运能力方面，公司2024年/2025Q1存货周转天数分别同比增加21天/113天；主要系防晒产品需求减弱以及客户去库存导致库存积压。现金流方面，公司2024年经营性现金流净额为8.23亿/yoy+3.08%，2025Q1经营性现金流净额为-0.12亿/yoy-107.36%，主要系收入下滑的影响。

风险提示：宏观环境风险，研发及新产品开发风险，行业竞争加剧。

投资建议：去年年中开始由于行业竞争加剧以及下游去库存影响，产品价格和出货量均有所压力，导致收入和利润端双承压。由于该行业性压力犹存，短期公司业绩预计仍持续承压，但中长期来看，公司在防晒剂市场仍拥有较高市场份额，龙头仍未动摇，未来随着其他个护原料的投产放量，以及明年马来西亚工厂完工投产，市场份额有望进一步提升。考虑到后续产品仍有一定价格压力，以及下游客户库存消化仍进展较慢，我们下调公司2025-2026并新增2027年归母净利润至4.65/5.32/5.89（原值为7.30/8.73）亿，对应PE为15/13/12x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,400	2,276	2,078	2,294	2,448
(+/-%)	36.0%	-5.2%	-8.7%	10.4%	6.7%
净利润(百万元)	734	562	465	532	589
(+/-%)	89.0%	-23.3%	-17.4%	14.6%	10.6%
每股收益（元）	4.33	1.66	1.37	1.57	1.74
EBIT Margin	35.0%	28.1%	25.8%	26.8%	27.6%
净资产收益率（ROE）	27.9%	20.3%	14.8%	14.9%	14.6%
市盈率（PE）	4.6	12.1	14.6	12.8	11.5
EV/EBITDA	4.9	10.3	12.7	11.1	10.2
市净率（PB）	1.29	2.46	2.16	1.90	1.68

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

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.06元
总市值/流通市值	6816/6542百万元
52周最高价/最低价	90.23/19.56元
近3个月日均成交额	103.01百万元

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）-三季度收入受量价承压下滑22.5%，关注后续产能投产放量》——2024-10-24

《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》——2024-08-19

《科思股份（300856.SZ）-一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

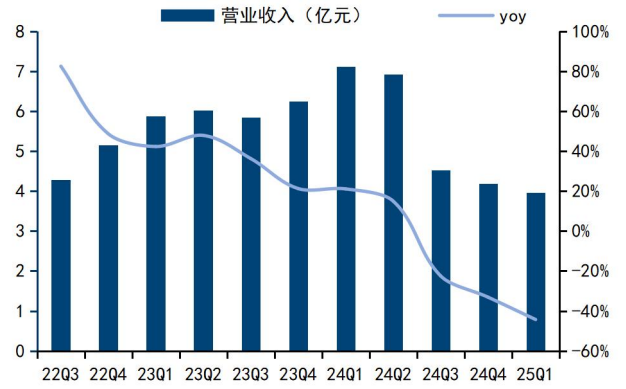
《科思股份（300856.SZ）-三季度归母净利同比增长73%，盈利能力持续提升》——2023-10-23

公司 2024 年实现营收 22.76 亿/yoy-5.16%；归母净利润 5.62 亿/yoy-23.33%；扣非归母净利润 5.30 亿/yoy-25.89%。单 Q4 实现营收 4.18 亿/yoy-33.12%；归母净利润 0.48 亿/yoy-75.53%；扣非归母净利润 0.51 亿/yoy-72.88%。2025 年 Q1 实现营收 3.97 亿/yoy-44.29%；归母净利润 0.48 亿/yoy-78.15%；扣非归母净利润 0.44 亿/yoy-78.44%。公司本期业绩大幅下滑主要系防晒原料处于下行周期，价格持续下降，同时，防晒剂市场需求增长放缓，下游客户去库存，导致公司出货量减少。量价齐跌双重压力下，营收与利润显著承压。同时公司 2024 年每 10 股派发现金红利 3 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

分品类看，化学品活性成分及其原料 2024 年实现营收 19.04 亿/yoy-8.05%；合成香料实现营收 3.52 亿/yoy+14.16%。从毛利率看，化学品活性成分及其原料/合成香料分别为 49.22%/20.80%，同比-3.84pct/-2.80pct。两大品类都受到行业竞争加剧的影响而均价下降。

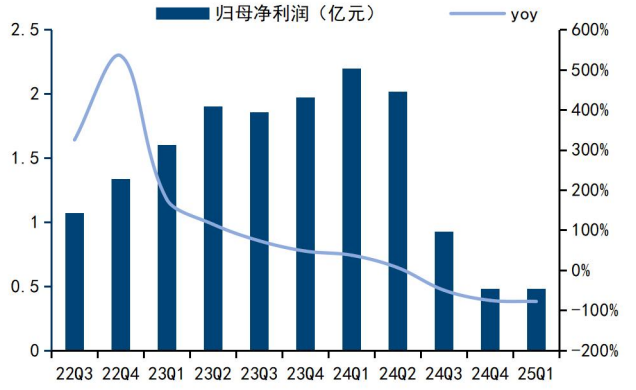
分渠道看，公司以境外销售为主，受国际形势影响收入占比收缩 2.97pct 至 86.97%，2024 年实现营收 19.79 亿/yoy-8.30%。境内销售 2024 年实现营收 2.97 亿/yoy+22.87%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

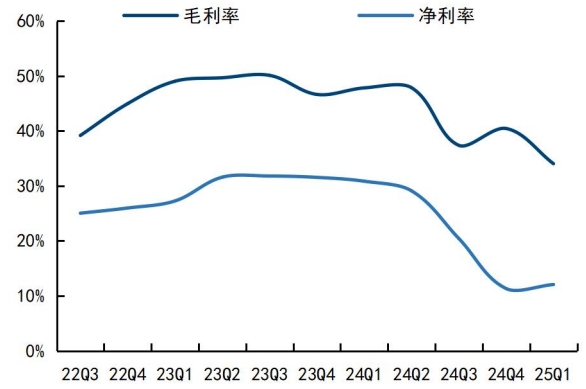
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

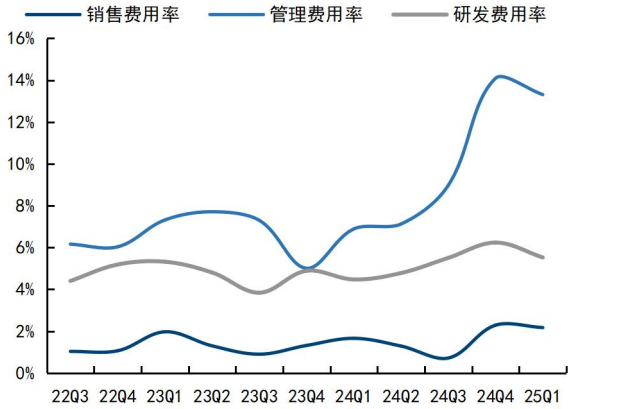
盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别为 44.40%/24.65%，同比-4.43pct/-5.91pct。2025Q1 公司毛利率/净利率分别为 34.04%/12.06%，同比-13.78pct/-18.79pct。毛利率均有不同程度下降，主要系防晒剂产品价格下调所致。**费用率方面，**2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.47%/8.70%/5.09%，同比分别+0.10pct/+1.89pct/+0.38pct。2025Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.17%/13.31%/5.52%，同比分别+0.51pct/+6.42pct/+1.05pct。管理费用率主要由于新产能投产而同比上升，同时受收入下滑影响，三大费用率均有所提升。

图3：公司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

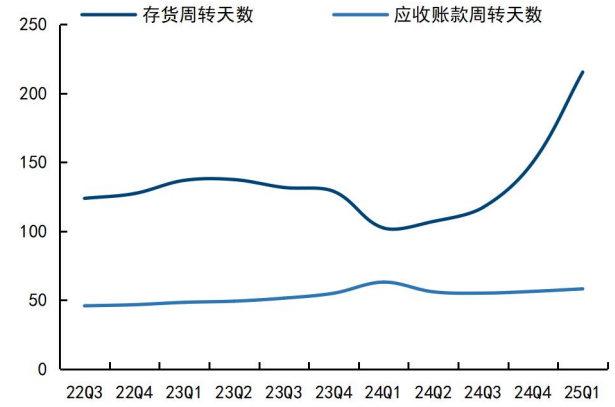
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

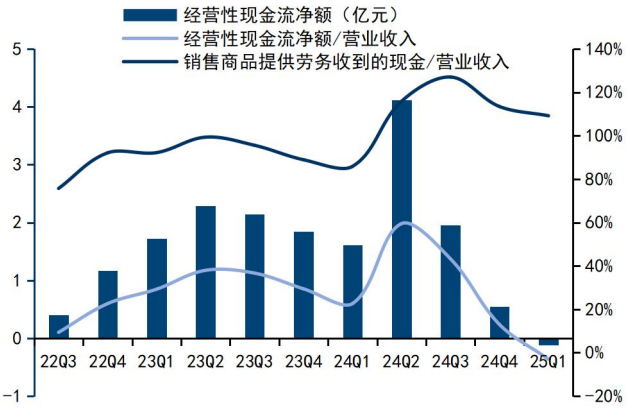
营运能力方面，公司 2024 年存货周转天数为 150 天，同比增加 21 天；应收账款周转天数为 56 天，同比增加 1 天。2025Q1 存货周转天数为 215 天，同比增加 113 天；应收账款周转天数为 58 天，同比减少 5 天。存货周转天数的大幅增加主要系防晒产品需求减弱以及客户去库存导致库存积压。**现金流方面**，公司 2024 年经营性现金流净额为 8.23 亿/yoy+3.08%，2025Q1 经营性现金流净额为-0.12 亿/yoy-107.36%，主要系收入下滑的影响。

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：

去年年中开始由于行业竞争加剧以及下游去库存影响，产品价格和出货量均有所压力，导致收入和利润端双承压。由于该行业性压力犹存，短期公司业绩预计仍持续承压，但中长期来看，公司在防晒剂市场仍拥有较高市场份额，龙头仍未动摇，未来随着其他个护原料的投产放量，以及明年马来西亚工厂完工投产，市场份额有望进一步提升。考虑到后续产品仍有一定价格压力，以及下游客户库存消化仍进展较慢，我们下调公司 2025-2026 并新增 2027 年归母净利润至 4.65/5.32/5.89（原值为 7.30/8.73）亿，对应 PE 为 15/13/12x，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	2025		2026		原因
	现值	原值	现值	原值	
营收增速	-8.7%	22.8%	10.4%	15.7%	由于目前公司自 2024 年中开始产品价格出现较大幅度调整，影响 2025 年上半年营收，而下半年价格预计仍维持低位，同时公司下游客户去库存结束时间仍无法判断，因此预计今年在量价压力下营收有所下滑，而 2026 年在公司马来西亚工厂投产后有望带动营收恢复增长。
毛利率	40.1%	41.7%	40.7%	42.5%	由于 2025 年全年价格仍预计处于较低位置，所以预计今年毛利率下滑幅度较大，明年来看，预计产品价格持平今年，同时在高毛利 po 及新型防晒放量下，预计毛利率同比略有提升。

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 (2025-04-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE（%）	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	（24A）	（25E）	
300856.SZ	科思股份	20.06	68	1.66	1.37	1.57	1.74	15.48	14.62	12.76	11.53	20.3	-0.85	优于大市
603605.SH	珀莱雅	95.50	378	3.92	4.71	5.40	6.02	21.63	20.27	17.68	15.87	28.73	1.00	优于大市

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	542	534	804	1158	1607
应收款项	443	274	296	321	335
存货净额	425	629	482	539	560
其他流动资产	114	59	62	69	73
流动资产合计	**2240**	**2065**	**2212**	**2655**	**3145**
固定资产	1400	1753	1844	1916	1976
无形资产及其他	118	219	211	203	196
投资性房地产	132	222	222	222	222
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**3890**	**4258**	**4489**	**4995**	**5538**
短期借款及交易性金融负债	3	2	100	150	200
应付款项	363	458	270	292	308
其他流动负债	128	129	77	83	87
流动负债合计	**494**	**589**	**447**	**525**	**595**
长期借款及应付债券	622	655	655	655	655
其他长期负债	148	132	135	138	141
长期负债合计	**769**	**787**	**790**	**793**	**796**
负债合计	**1263**	**1376**	**1237**	**1318**	**1391**
少数股东权益	0	111	110	108	107
股东权益	2627	2771	3143	3569	4040
负债和股东权益总计	**3890**	**4258**	**4489**	**4995**	**5538**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	4.33	1.66	1.37	1.57	1.74
每股红利	1.00	1.35	0.27	0.31	0.35
每股净资产	15.51	8.16	9.28	10.54	11.93
ROIC	32.51%	19.10%	16%	19%	20%
ROE	27.93%	20.30%	15%	15%	15%
毛利率	49%	44%	40%	41%	41%
EBIT Margin	35%	28%	26%	27%	28%
EBITDA Margin	39%	35%	30%	32%	33%
收入增长	36%	-5%	-9%	10%	7%
净利润增长率	89%	-23%	-17%	15%	11%
资产负债率	32%	35%	30%	29%	27%
股息率	2.5%	6.7%	1.4%	1.6%	1.7%
P/E	4.6	12.1	14.6	12.8	11.5
P/B	1.3	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	4.9	10.3	12.7	11.1	10.2

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**2400**	**2276**	**2078**	**2294**	**2448**
营业成本	1228	1266	1245	1360	1437
营业税金及附加	22	24	17	18	20
销售费用	33	34	27	32	35
管理费用	163	198	159	158	163
研发费用	113	116	96	110	118
财务费用	(15)	6	(10)	(10)	(15)
投资收益	7	13	2	3	3
资产减值及公允价值变动	6	9	0	0	0
其他收入	(110)	(82)	(96)	(110)	(118)
营业利润	871	689	547	627	694
营业外净收支	(5)	(6)	(2)	(2)	(2)
利润总额	**866**	**683**	**545**	**625**	**691**
所得税费用	133	122	82	94	104
少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**734**	**562**	**465**	**532**	**589**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	734	562	465	532	589
资产减值准备	4	(11)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	103	157	98	118	129
公允价值变动损失	(6)	(9)	(0)	(0)	(0)
财务费用	(15)	6	(10)	(10)	(15)
营运资本变动	107	(0)	(116)	(57)	(18)
其它	(4)	11	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	**937**	**711**	**446**	**591**	**698**
资本开支	0	(502)	(181)	(181)	(181)
其它投资现金流	(717)	148	0	0	0
投资活动现金流	**(717)**	**(354)**	**(181)**	**(181)**	**(181)**
权益性融资	8	120	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(169)	(460)	(93)	(106)	(118)
其它融资现金流	107	436	98	50	50
融资活动现金流	**(223)**	**(364)**	**5**	**(56)**	**(68)**
现金净变动	**(2)**	**(8)**	**270**	**354**	**449**
货币资金的期初余额	544	542	534	804	1158
货币资金的期末余额	542	534	804	1158	1607
企业自由现金流	0	180	256	402	504
权益自由现金流	0	615	347	448	557

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±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±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