

科丝美诗

192820 KS

韩国消费品行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

反弹时机已至

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 23 日发布的题为《Time to rebound》的报告，科丝美诗 (Cosmax) 在 2025 年第四季度录得 410 亿韩元的营业利润，同比增长 3%，较市场一致预期高出 11%，主要得益于坏账冲回。与市场担忧不同，公司营收增长出现反弹，尤其是韩国市场，预计将获得主要韩国品牌 2026 年一季度的强劲订单。中信里昂预计，公司利润率将从 2026 年初开始再次改善，得益于有利的销售结构变化及营收增长带来的杠杆效应。

2025 年四季度回顾：营收与营业利润同比增 8%与 3%

科丝美诗 2025 年四季度营收同比增长 7.7%至 6,010 亿韩元，主要得益于中国（同比+17%）、美国（同比+24%）和韩国（同比+4%）市场的增长。在营收增长带动下，公司四季度营业利润同比增长 2.7%至 410 亿韩元，因 60 亿韩元坏账冲回，较市场预期高出 10.5%。公司确认其应收账款管理将进一步完善。受益于衍生品估值收益及企业所得税返还，科丝美诗四季度净利润同比激增 612%至 850 亿韩元，较市场预期高出 164%。

2026 年一季度指引：国内业务增速重新加速

2026 年一季度，科丝美诗预计其韩国本土销售额将实现同比超 10%增长，考虑到主要客户的强劲订单，分析指出其实际增速可能高于目标。得益于高毛利护肤品类订单增加，公司预计国内业务利润率也将获得积极提振。中国与美国市场的强劲增长势头料将持续，但受高基数影响，东南亚销售可能维持疲软。市场对科丝美诗的一个担忧是其营收增速放缓；若回升至低双位数至中双位数水平，分析指出市场反应可能转为积极。

预计 2026 年利润率改善将重启

市场对科丝美诗的另一担忧是 2025 年下半年因不利的销售结构变化（低毛利面膜产品占比上升），以及新品牌客户订单集中导致的利润率扩张受限。然而，分析预计 2026 年新客户效应将大幅减弱，因该效应主要与 2025 年中产能扩张的时间节点相关。公司面膜销售占比已升至低至中双位数水平，因此分析指出上行空间有限，但通过自动化提升及规模效应扩大，利润率仍可改善。

催化因素

分析认为科丝美诗的关键催化因素将是非中国市场出口势头的持续。韩国化妆品对美国、欧洲及日本的月度出口表现强劲，且全球对韩国化妆品（尤其是依赖 ODM 的“独立”品牌）的需求热潮依然稳固。这些趋势表明科丝美诗仍处于长期全球增长的早期阶段。

投资风险

科丝美诗的主要风险之一是中国宏观经济环境疲软可能影响化妆品消费。公司 25% 的销售额来自中国，而其中国销售增速与中国美妆市场基本同步。受中国宏观经济疲软影响，化妆品消费持续低迷。但随着中国消费者转向平价产品，大众品牌化妆品销售增速已高于高端/奢侈品牌，而科丝美诗在华销售主要来自中国本土大众品牌。

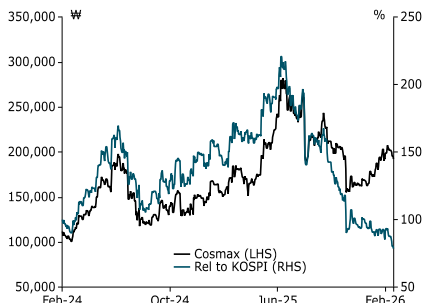
公司概况

科丝美诗在韩国、中国、美国及印尼经营化妆品原厂委托设计制造（ODM）业务。公司 57% 的销售额来自韩国，39% 来自中国业务。在韩国业务中，约 70% 销售额来自本土品牌，而科丝美诗中国销售额的 90% 来自本土品牌。公司也为全球主要化妆品品牌供货，提供研发、生产、设计及质控等全流程服务。

收入按产品分类		收入按地区分类	
化妆品	100.0%	亚洲	94.5%
其他	0.0%	中东及非洲	0.0%
		欧洲	0.0%
		美洲	5.5%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 23 日): 192200.0 韩元

12 个月最高/最低价: 282000.0 韩元/
151400.0 韩元

市值: 15.40 亿美元

3 个月日均成交额: 13.95 百万美元

市场共识目标价 (路孚特): 242421.00 韩元

主要股东:

科丝美诗 BTI 25.84%

国民年金公团 12.83%

市盈率区间



资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
爱茉莉太平洋	090430 KS	63.4	157200.0	39.0	23.5	na	1.7	1.6	na	0.8	1.3	na	4.4	7.1	na
高丝	4922 JP	23.7	6064.00	22.9	22.7	18.8	1.2	1.1	1.1	2.3	2.5	2.6	5.4	5.2	6.0
宝丽奥蜜思	4927 JP	20.1	1357.50	31.7	21.9	19.6	1.8	1.8	1.8	3.8	3.8	3.8	5.8	8.3	9.2

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 23 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。