

# 科思股份 (300856.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 客户去库叠加淡季、3Q24 业绩波动，关注行业周期回暖

### 业绩简评

- 公司 10 月 23 日公告 3Q24 收入 4.53 亿元、同比-22.46% (主要系下游客户消化前期库存需求走弱、防晒剂老品销量同比下降，同时产品价格有所调降)、环比-35%，同环比降幅超过同期成本 (营业成本同比降 3%、环比降 21%)。
- 3Q24 归母净利润 0.93 亿元、同降 50.1%、环降 54%，扣非净利润 0.78 亿元、同降 57%、环降 60%，扣非净利润降幅大于归母净利润主要为政府补助同比增多。
- 24Q3 期末未见大额转固，24Q3 固定资产 12.67 亿元、环比 24H1 减少约 2800 万元。现金流表现良好，1-3Q24 经营活动净现金流 7.69 亿元、同比增 25.1%。

### 经营分析

- 产品价格调降拖累毛利率表现，客户去库叠加淡季、业绩波动。3Q24 毛利率 37.4%、同比-12.7PCT、环比-10.5PCT，主要系产品价格调降、叠加安庆工厂产能爬坡前期固定成本较高；销售费用率同比-0.18PCT 至 0.72%，管理费用率提升 1.7PCT 至 9%，坚持研发投入、研发费用率同比+1.7PCT 至 5.5%。管理及研发费用率增多&毛利率下降致净利率下降幅度较大，归母净利率 20.5%、同比-11.3PCT，扣非归母净利率 17.3%、同比-13.9PCT。
- 展望今年 Q4/明年 Q1 旺季，下游客户经过 Q2-Q3 淡季库存消化后新老防晒剂需求望向好，从而拉动毛利率环比改善；洗护原料新品 P0、氨基酸表活持续拓展客户，期待出货量逐步增长、贡献增量。
- 中长期看，25 年马来西亚工厂投产 (1 万吨防晒剂项目) 望凭借关税和成本优势助力进一步拓展美国市场、增厚利润及抗风险能力；技术/客户协同助力新品拓展，研发项目储备包括润肤剂、护发调理剂、高效保湿剂等，有望陆续落地。

### 盈利预测、估值与评级

- 考虑部分防晒剂供需格局走弱+客户消化库存短期扰动出货，下调盈利预测，预计 24-26 年归母净利润 6.64/7.69/8.75 亿元 (前值 8.5/11/13 亿元)、同比-9.6%/+15.9%/+13.8%，对应 PE 16/14/12 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 产品价格波动/新品投产放量、马来西亚项目进展不及预期。

国金证券研究所

分析师：罗晓婷 (执业 S1130520120001)

luoxiaoting@gjzq.com.cn

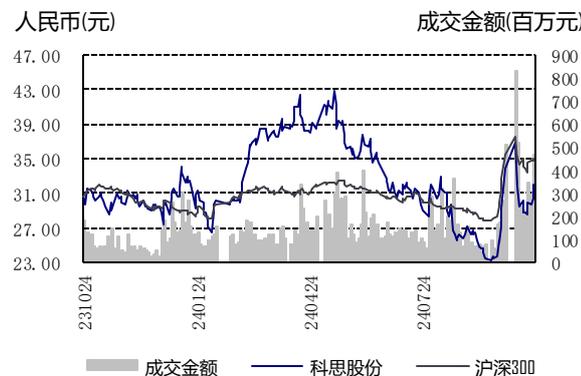
分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.93 元

### 相关报告：

- 《科思点评：2Q24 淡季偏淡下经营稳健，品类持续开拓、防晒剂全球龙头地位稳固》，2024.8.20
- 《科思股份点评：1Q24 业绩符合预期，防晒剂新品加速放量驱动成长》，2024.4.18
- 《科思股份点评：23 年业绩预告高增，24 年新品提速》，2024.1.16



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,765	2,400	2,481	2,960	3,503
营业收入增长率	61.85%	35.99%	3.39%	19.32%	18.33%
归母净利润(百万元)	388	734	664	769	875
归母净利润增长率	192.13%	89.00%	-9.55%	15.88%	13.75%
摊薄每股收益(元)	2.292	4.332	1.95	2.26	2.58
每股经营性现金流净额	1.70	4.72	2.23	2.62	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.95%	27.93%	22.34%	22.82%	22.87%
P/E	22.75	14.36	16.34	14.10	12.40
P/B	4.54	4.01	3.65	3.22	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：股价更新至 2024 年 10 月 23 日)

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,090	1,765	2,400	2,481	2,960	3,503
增长率	61.8%	36.0%	3.4%	19.3%	18.3%	
主营业务成本	-799	-1,118	-1,228	-1,376	-1,665	-1,984
%销售收入	73.2%	63.3%	51.2%	55.4%	56.3%	56.6%
毛利	292	647	1,172	1,106	1,295	1,520
%销售收入	26.8%	36.7%	48.8%	44.6%	43.7%	43.4%
营业税金及附加	-9	-13	-22	-25	-27	-32
%销售收入	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
销售费用	-13	-17	-33	-32	-38	-46
%销售收入	1.2%	1.0%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-82	-106	-163	-186	-219	-259
%销售收入	7.5%	6.0%	6.8%	7.5%	7.4%	7.4%
研发费用	-45	-80	-113	-117	-136	-165
%销售收入	4.2%	4.6%	4.7%	4.7%	4.6%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	143	430	841	746	875	1,019
%销售收入	13.1%	24.4%	35.0%	30.1%	29.5%	29.1%
财务费用	-9	26	15	-18	-17	-12
%销售收入	0.9%	-1.5%	-0.6%	0.7%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-1	-6	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0
投资收益	16	5	7	10	17	10
%税前利润	10.2%	1.2%	0.8%	1.3%	1.9%	1.0%
营业利润	157	464	871	786	905	1,029
营业利润率	14.4%	26.3%	36.3%	31.7%	30.6%	29.4%
营业外收支	-2	-2	-5	-5	0	0
税前利润	155	461	866	781	905	1,029
利润率	14.2%	26.1%	36.1%	31.5%	30.6%	29.4%
所得税	-22	-73	-133	-117	-136	-154
所得税率	14.2%	15.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	133	388	734	664	769	875
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	133	388	734	664	769	875
净利率	12.2%	22.0%	30.6%	26.7%	26.0%	25.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	133	388	734	664	769	875
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	102	127	135	184	218
非经营收益	-7	-9	12	20	11	18
营运资金变动	-51	-194	-74	-61	-75	-107
经营活动现金净流	152	287	799	758	889	1,004
资本开支	-209	-261	-654	-543	-278	-278
投资	152	330	-723	0	0	0
其他	19	6	11	10	17	10
投资活动现金净流	-39	75	-1,366	-533	-261	-268
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	719	0	0	0
其他	-19	-39	-174	-348	-397	-448
筹资活动现金净流	-19	-39	546	-348	-397	-448
现金净流量	91	332	-13	-124	231	288

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	212	544	542	418	648	936
应收款项	167	292	443	396	448	530
存货	336	454	425	490	593	707
其他流动资产	360	41	830	783	785	787
流动资产	1,075	1,331	2,240	2,087	2,474	2,959
%总资产	58.5%	58.6%	57.6%	50.6%	53.7%	57.4%
长期投资	9	9	21	21	21	21
固定资产	665	735	1,400	1,770	1,842	1,879
%总资产	36.2%	32.4%	36.0%	42.9%	40.0%	36.5%
无形资产	60	109	138	161	184	207
非流动资产	761	939	1,650	2,038	2,132	2,192
%总资产	41.5%	41.4%	42.4%	49.4%	46.3%	42.6%
资产总计	1,836	2,271	3,890	4,125	4,606	5,151
短期借款	2	2	3	3	3	3
应付款项	177	192	364	303	367	437
其他流动负债	46	90	127	98	116	136
流动负债	225	284	494	404	486	577
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	41	769	750	749	749
负债	246	325	1,263	1,154	1,236	1,326
普通股股东权益	1,590	1,945	2,627	2,970	3,370	3,825
其中：股本	113	169	169	340	340	340
未分配利润	575	915	1,447	1,792	2,192	2,647
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,836	2,271	3,890	4,125	4,606	5,151

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.177	2.292	4.332	1.954	2.264	2.576
每股净资产	14.083	11.490	15.513	8.748	9.925	11.265
每股经营现金净流	1.347	1.696	4.718	2.231	2.618	2.957
每股股利	0.300	1.000	1.500	0.938	1.087	1.236
回报率						
净资产收益率	8.36%	19.95%	27.93%	22.34%	22.82%	22.87%
总资产收益率	7.24%	17.09%	18.86%	16.09%	16.69%	16.98%
投入资本收益率	7.67%	18.30%	21.13%	17.16%	18.16%	19.03%
增长率						
主营业务收入增长率	8.13%	61.85%	35.99%	3.39%	19.32%	18.33%
EBIT增长率	-29.45%	201.13%	95.48%	-11.30%	17.27%	16.46%
净利润增长率	-18.72%	192.13%	89.00%	-9.55%	15.88%	13.75%
总资产增长率	9.35%	23.66%	71.34%	6.02%	11.67%	11.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.0	47.3	55.7	58.0	55.0	55.0
存货周转天数	134.2	129.0	130.6	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	73.7	60.1	82.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	202.4	139.1	140.9	176.1	181.1	146.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.00%	-27.88%	-24.13%	-17.16%	-21.95%	-26.86%
EBIT利息保障倍数	15.4	-16.3	-57.2	41.0	51.3	87.3
资产负债率	13.42%	14.32%	32.48%	27.98%	26.83%	25.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	16	34
增持	0	0	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.24	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-20	买入	54.12	N/A
2	2023-04-26	买入	62.80	N/A
3	2023-08-18	买入	77.45	N/A
4	2023-10-23	买入	60.50	N/A
5	2023-11-20	买入	61.79	N/A
6	2024-01-16	买入	67.31	N/A
7	2024-04-18	买入	83.66	N/A
8	2024-08-20	买入	27.29	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

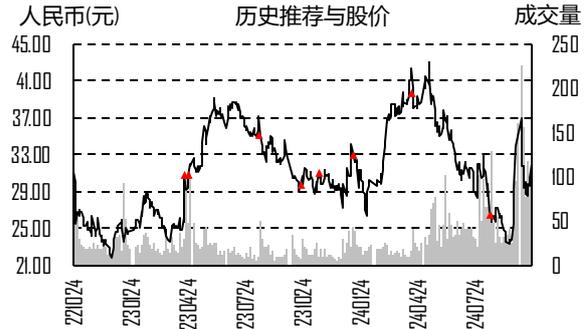
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806