

科思股份（300856.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

吴宇同
家电、服饰 & 医美
化妆品研究员

2025年12月30日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	13.48
总市值	64.12亿
PE-TTM	50.80
PB-MRQ	2.40

估值结果

价值	69.57亿
DDM估值	上行空间 8.5%
状态	合理估值
价值	59.24亿
动态估值	上行空间 -7.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

科思股份主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香料等。

公司的成长星级较低，主要是由于防晒剂价格同比回落，叠加防晒市场需求增长放缓，以及公司未来市占率具备不确定性。盈利趋势星级低，主要是由于行业当前有价格战，价格战何时结束具有不确定性。公司的产业格局星级较低，主要是由于防晒剂市场竞争加剧，以及合成香料公司市占率较低且未来具备较高的不确定性有关，拖累公司整体的产业格局星级。公司具有一定的护城河，主要是由于具有客户优势和规模效应。

我们假设未来公司的业绩增量来自于防晒剂行业需求的逐步恢复，以及新品类的开拓，公司当前处于合理估值的水平。

我们区别于市场的观点

我们认为公司具有一定的客户优势，但是与大客户的绑定未必长期牢固。核心客户帝斯曼已将P-S防晒剂从独家供应转为非独家，且大客户自身面临业绩压力，与大客户的绑定未必一定给公司带来持续稳定的业绩。科思的核心优势在于国际合规认证，但国内品牌更注重成本控制，其高价策略缺乏竞争力。同时，国内头部品牌如珀莱雅、薇诺娜已开始向上游延伸布局，自主研发原料，进一步压缩外部供应商的市场空间。综上所述，我们认为公司的成长空间受到的不确定性因素较多，因此给出的成长星级较低。

风险提示

防晒剂的主要原料为化学合成原料，其生产高度依赖石油衍生品等基础化工原料，成本受国际油价、化工行业周期波动直接影响，警惕原材料价格波动的风险；行业竞争加剧，巴斯夫、德之馨等跨国企业可能通过技术优势或价格战抢夺核心客户资源。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

科思股份成立于2000年4月，主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品涵盖化妆品活性成分及其原料、合成香料等。公司近90%的业务为出口，主要市场集中在欧美地区，且在同类产品中占据了显著的市场份额，成为全球领先的化学防晒剂制造商之一。未来，科思将专注于强化合成香料和化妆品活性成分的核心业务。

2. 业务介绍

对于科思股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

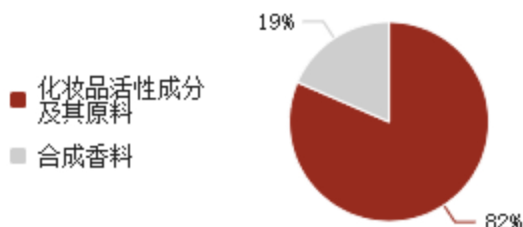
化妆品活性成分及其原料：

该业务主要包括传统防晒剂、新型防晒剂、以及洗护类原料。传统防晒剂主要有阿伏苯宗（AVB）、原膜散酯（HMS）、水杨酸异辛酯（OS）奥克立林（OCT）等；新型防晒剂主要有双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚（P-M）、乙基己基三嗪酮（EHT）等。洗护类原料包括氨基酸表面活性剂等。我们对该业务的定义为国内市场和国际市场。

合成香料：

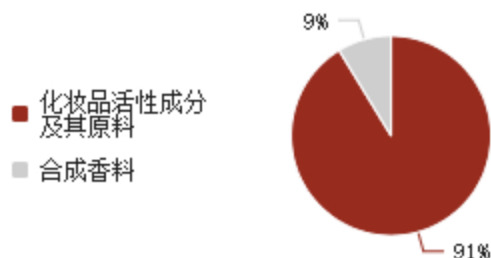
合成香料主要用于食品、化妆品、日化品等产品中，主要包括铃兰醛、2-萘乙酮等。我们对该业务的定义为国内市场和国际市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

科思股份的商业模式是重资产生产+客户集中度较高，聚焦防晒剂、合成香料等日用化学品原料。高客户集中度体现在前五大客户贡献超60%营收，深度绑定帝斯曼、欧莱雅等国际巨头，依赖直销模式降低费用率。高资产强度体现在需投入大额资金建设高标准生产线、环保及合规认证设备，叠加马来西亚海外基地等全球化产能布局，固定资产占比较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司核心业务聚焦精细化工产品生产，而精细化工行业本身具有典型的重资产属性，生产过程需配备专用生产设备、配套环保设施及规模化生产场地，前期固定资产投资规模大且回收周期长。同时，公司近年来持续推进海外市场布局，通过海外生产基地建设、产能拓展等方式扩大全球业务覆盖，这一扩张战略进一步增加了固定资产的投入力度。综上所述公司的资产强度高。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的主要客户是帝斯曼、宝洁、欧莱雅等国际巨头，前五大客户常年贡献超过60%的收入，对核心客户群体的业务依赖度相对较高。

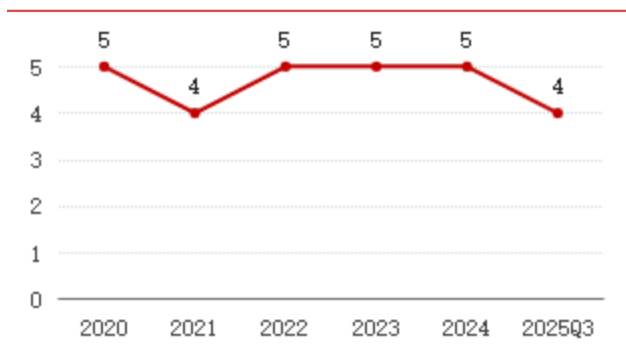
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效来看，公司的盈利能力、业务控制能力和股东回报星级较高，成长能力星级较低。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



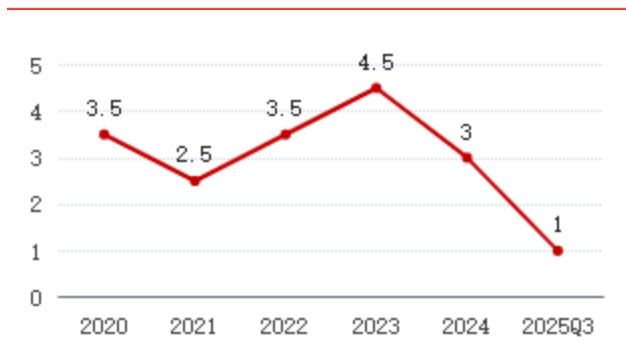
数据来源：公司财报，壹评级

受益于经营环境优化和高毛利新产品的产能释放，近年来公司的毛利率和净利率稳步提升。2022年，得益于产品价格调整、新产品产能释放及产能利用率提高，毛利率显著提升至36.66%。2023年，毛利率进一步增至48.83%，反映化妆品活性成分及新型防晒剂需求强劲增长和生产效率持续提升的助力。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



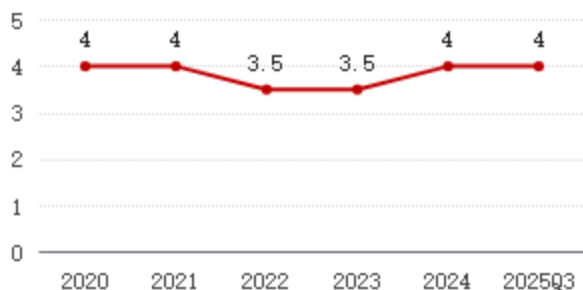
数据来源：公司财报，壹评级

2024年科思股份业绩呈现波动态势，核心受两大关键因素拖累：一是下游美妆护肤品牌前期库存积压明显，终端去化节奏放缓，导致防晒剂等核心产品订单需求承压；二是欧洲地区年度高温日数不足、气候条件偏温和，直接抑制了防晒类产品的终端消费需求，使得防晒剂市场整体增速不及预期。进入2025年，上述负面因素未出现实质性改善，公司业绩成长动能不足，进而导致成长星级较此前进一步下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



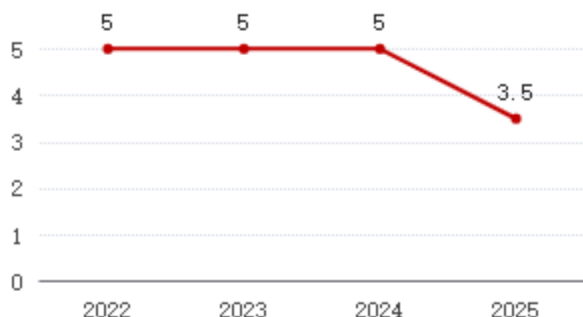
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制能力较好，且较为稳定。核心原料为甲苯等石油化工产品，供应商数量多、可替代性强，因此对于上游的议价能力较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力中等偏上，2024年分红比例为54%，对应的股息率为3.51%，这一分红比例在精细化工行业同规模企业中处于较高区间，公司当前产能扩张不激进，有能力进行分红。超过50%的分红比例也体现了公司对股东回报的重视。

5. 四维评级

公司的成长空间、盈利趋势和产业格局星级较低，护城河星级处于中等偏上的水平。公司处于精细化工行业，行业具有一定的周期性，未来的盈利能力以及公司的市占率均具备不确定性，拖累成长空间和盈利趋势星级。公司与下游大客户合作多年，在不出现严重质量问题的情况下，公司不会轻易更换供应商，因此公司具备一定的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

预计未来3年行业和公司的收入复合增速可能下滑，以及公司收入的可预测性较低，因此公司的成长空间星级较低。

化妆品活性成分及其原料(1.5星)：

该业务的成长空间星级较低，主要是由于公司在未来在防晒剂领域的市占率不确定性，并且行业未来3年的增速预计放缓，拖累该业务的成长星级。

合成香料(2.5星):

改业务的成长空间星级较低，业务优势在于技术积累与国际客户认证壁垒，但是行业竞争激烈，该业务未来的市占率具备较强但不确定性，拖累该业务的成长星级。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势有所恶化，主要是由于防晒剂业务量价双跌。下游客户去库存叠加行业竞争加剧，产品被迫降价。盈利端缺乏改善支撑，短期预计难以扭转下滑态势。

化妆品活性成分及其原料(1.5星):

该业务盈利趋势持续恶化，下游客户去库存压力与行业竞争加剧形成共振，倒逼产品降价让利。盈利端既无新品放量对冲，也缺乏成本优化空间，预计缺乏有效改善支撑。

合成香料(1.5星):

该业务同样受到需求增长放缓、下游去库存影响，预计盈利能力承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司面临行业竞争加剧，竞争压力来自国际巨头凭技术与品牌挤压高端市场；国内企业扩产引发价格战，拖累毛利率。

化妆品活性成分及其原料(2.5星):

科思股份防晒剂业务的竞争格局星级评定较低，核心原因在于其客户结构呈现较高集中度，对核心下游客户的依赖度较强，业务稳定性易受单一客户合作变动的的影响；同时，考虑到下游品牌方为进一步控制生产成本、保障供应链自主可控，存在向上游防晒剂原料环节延伸布局的潜在可能性，这将对公司现有防晒剂业务的市场份额和盈利空间构成潜在竞争威胁。

合成香料(2.5星):

该业务产业格局星级较低，主要源于中国合成香料市场整体呈现出较为分散的竞争态势。行业集中度偏低，缺乏具备绝对主导力的龙头企业；同时，低端合成香料市场因技术门槛不高、产品同质化程度较强，陷入了一定的价格竞争。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河处于中等水平，主要是公司具备一定的规模效应以及客户优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
化妆品活性成分及其原料	(4.5星) 该业务具备一定的护城河，其经壹评级调整的ROE为31.8%，ROIC为25.6%。其超额收益较高，主要是由于公司是防晒剂领域的龙头，业务控制能力较强。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要是具备转换成本以及规模效应护城河。深度合作帝斯曼等巨头，客户认证后替换成本高，前五大客户贡献相对稳定的订单。国内+马来西亚双基地布局，规模化生产形成成本优势。该业务的护城河在长期被侵蚀的可能性较小。
合成香料	(0.5星) 该业务的护城河星级较低，其经壹评级调整的ROE为6.1%，ROIC为6.2%。该业务没有超额收益，主要是由于行业竞争激烈，公司在合成香料领域竞争优势不明显。	(3星) 该业务的护城河持续性处于较低水平，主要具备一定的转换成本和规模效应护城河。面临新和成等企业价格竞争，无独家核心壁垒，竞争优势易被稀释。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设未来公司的业绩增量来自于防晒剂行业需求的逐步恢复，以及新品类的开拓，公司当前处于合理估值的水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括化妆品活性成分及原料，以及合成香料，各业务的核心假设及逻辑如下：

业务1：化妆品活性成分及原料

收入假设：

安庆工厂产能爬坡将完成，马来西亚1万吨防晒剂项目预计下半年投产，有望优化生产效率与成本结构。2025年防晒剂仍然面临一定的需求和单价的压力。2026年行业去库存大概率收尾，氨基酸表面活性剂、吡罗克酮乙醇胺盐去屑剂及新型防晒剂逐步切入国际供应链，公司有望迈入稳定增长阶段。预计2025-2027年，其化妆品活性成分及原料业务增速分别为 -14.8%、4.6%、4.7%。

盈利能力假设：

近期受产品量价双降影响，公司毛利率短期内预计将小幅下滑。但长期来看，我们预计毛利率回归到历史中枢水平。我们预计2025-2027年，其化妆品活性成分及原料业务毛利率分别为45.1%、44.4%、43.6%。

业务2：合成香料

收入假设：

全球合成香料市场规模稳步增长，在日化、食品饮料等行业需求的推动下，中国市场增速显著高于全球水平。公司合成香料业务表现稳定，具备较强抗周期性。原计划2024年投产的安庆科思合成香料项目一期，投产时间推迟至2025年底，后续该项目产能释放，有望保持增长。预计2025-2027年，公司合成香料业务增速分别为4.4%、6%、6%。

盈利假设：

近期受产品量价双降影响，公司毛利率短期内预计将小幅下滑，但长期来看，随着公司策略向高毛利新型防晒剂产品倾斜，同时加大中小型客户布局力度，其毛利率有望实现逐年稳步提升。我们预计2025-2027年，合成香料毛利率分别为19.1%、19.8%、20.6%。

表2：公司整体业绩预测

科思股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	17.3	23.8	22.6	19.9	20.9	21.9	23.0	24.1
归母净利润(亿)	3.9	7.4	5.6	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0
归母净利润增速(%)	176.6	88.8	-23.3	-30.7	0.3	0.3	1.3	1.3
经营性净利润(亿)	3.8	7.2	5.4	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9
经营性净利润增速(%)	197.9	89.0	-25.1	-29.7	0.3	0.3	1.4	1.3
经营性归母净利润(亿)	3.8	7.2	5.4	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9
经营性归母净利润增速(%)	197.9	89.0	-24.9	-29.9	0.3	0.3	1.4	1.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

化妆品活性成分及其原料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.4	20.7	19.0	16.2	17.0	17.8	18.5	19.4
收入增速(%)	97.1	43.7	-8.1	-14.8	4.6	4.7	4.5	4.5
经营性净利润(亿)	3.5	7.0	5.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8
经营性净利率(%)	24.3	33.8	27.7	22.8	21.8	20.7	20.1	19.5
经营性净利润增速(%)	275.6	99.9	-24.6	-29.9	-0.2	-0.3	1.3	1.3
合成香料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.9	3.1	3.5	3.7	3.9	4.1	4.4	4.8
收入增速(%)	-10.5	6.6	14.3	4.4	6.0	6.0	7.3	7.3
经营性净利润(亿)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	11.2	7.4	3.8	2.8	3.1	3.5	3.3	3.1
经营性净利润增速(%)	-8.1	-29.1	-41.4	-23.6	18.6	17.7	2.2	2.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
化妆品活性成分及其原料	4.5%	中低	一般	较强	8.5%	11.42	3.8
合成香料	6.0%	中等	一般	较强	8.5%	13.5	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
化妆品活性成分及其原料(亿)	16.8	31.0	47.7	8.3	-	-	56.1
合成香料(亿)	0.2	1.4	1.6	1.5	-	-	3.2
公司整体测算(亿)	17.0	32.4	49.4	9.9	-	-	59.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
化妆品活性成分及其原料(亿)	34.4	22.5	56.9	8.3	-	-	65.2
合成香料(亿)	0.9	1.9	2.8	1.5	-	-	4.4
公司整体测算(亿)	35.4	24.3	59.7	9.9	-	-	69.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

☆☆☆☆☆

公司的估值确定性处于低水平，核心源于行业数据跟踪难度大与竞品价格不透明的双重制约。其主营的防晒剂、合成香料原料属于细分赛道，第三方权威行业数据稀缺，市场供需格局、库存周期、终端消费景气度等关键信息难以精准捕捉，导致行业趋势判断缺乏可靠依据。同时，国内外竞争对手（如巴斯夫、本土精细化工企业）多采用客户定制化定价模式，产品价格未公开披露。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。