

金三江转债投资价值分析



李奎霖 分析员

SAC 执证编号: S0080524060016
kuilin.li@cicc.com.cn

杨冰 分析员

SAC 执证编号: S0080515120002
SFC CE Ref: BOM868
bing.yang@cicc.com.cn

陈健恒 分析员

SAC 执证编号: S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn

概要

金三江公告转债发行，规模 2.9 亿元，主体/债项评级分别为 A+/A+，设股东配售及网上申购，T 日在 6 月 17 日（周三），根据我们的新券定价模型，我们认为其在当前平价下的上市定位可能在 156.98 元，溢价率约 54.94%。

正股分析

金三江是国内沉淀法二氧化硅（白炭黑）细分企业，主业为牙膏用二氧化硅，国内销量排名第一，下游绑定全球头部牙膏厂商。公司深耕沉淀法二氧化硅二十余年，产品聚焦口腔清洁护理领域，磨擦型、增稠型二氧化硅为牙膏提供摩擦剂与增稠剂功能，并向食品药品、硅橡胶、蓄电池隔板等领域延伸。据公司募集说明书，2024 年公司牙膏用二氧化硅销量在国内牙膏原材料及牙膏磨擦剂企业中均排名第一，国产替代逻辑清晰；但下游高度集中于牙膏单一行业、客户集中度偏高——2025 年前三季度前五大客户占营收 68.67%，第一大客户高露洁即占 35.95%。公司境外收入占比逐年提升，2024 年占主营业务收入 25.35%，2025 年占 26.97%。

公司 2025 年量价齐增、盈利能力修复。据公司年报，2025 年实现营业收入 4.48 亿元（同比 +16.24%），归母净利润 0.76 亿元（+43.11%），扣非净利润 0.75 亿元（+41.96%），销售毛利率同比 +5.37pct 至 39.97%——分产品看，磨擦型二氧化硅为主力收入与高毛利来源（2025 年占主营收入 49.05%，毛利率 47.54%），增稠型占比 44.16%、增速更快但毛利率相对偏低（2025 年毛利率 30.55%）。值得注意的是，高毛利的磨擦型产品收入占比同比略微下降 2pct，故本轮毛利率回升更多源于产品价格与原材料成本的改善，而非源自产品结构优化。

近三年产能利用率较低，主要系 IPO 募投产能一次性投放后的爬坡。公司 2022 年产能 2.6 万吨、利用率达 106.52%；2023 年 5 月前次募投(IPO)“二氧化硅生产基地建设项目”投产，产能一次性跃升至 8.6 万吨，此后产能利用率逐年爬坡修复(2024 年为 52.89%、2025 年为 58.57%)，我们认为后续需关注公司国内市场产能消纳情况。

本次可转债拟募集资金总额不超过 2.9 亿元，扣除发行费用后全部投向“马来西亚二氧化硅生产基地建设项目”（项目总投资 3.30 亿元，由全资子公司金三江（马来西亚）有限公司实施），公司预计建成后形成年产 5 万吨二氧化硅产能，主要生产摩擦型与增稠型二氧化硅，我们认为本次募投有助于公司构建“国内+海外”双轮驱动的产能布局、加快国际化进程并对冲贸易摩擦风险。后续需关注公司海外市场拓展能力。

正股股权方面，截至 1Q2026 末，广州飞雪集团有限公司直接持有公司 43.67% 股份，为公司控股股东。公司实际控制人为赵国法、任振雪夫妇（赵国法任董事长、任振雪任总经理），二人通过飞雪集团



(43.67%)、广州赛纳股权投资合伙企业(12.64%)、广州赛智股权投资合伙企业(0.99%)间接持有，并各自直接持股 7.08%，合计控制公司 71.46%股份，控制权高度集中。

正股市值在转债标的里偏小。正股截至 2026/06/16 收盘总市值约 33.8 亿元，流通盘占比约 89%，PE(TTM)为 40.4 倍，位于自身历史偏低水平，近 180 日年化波动率为 35.58%。

条款及定价

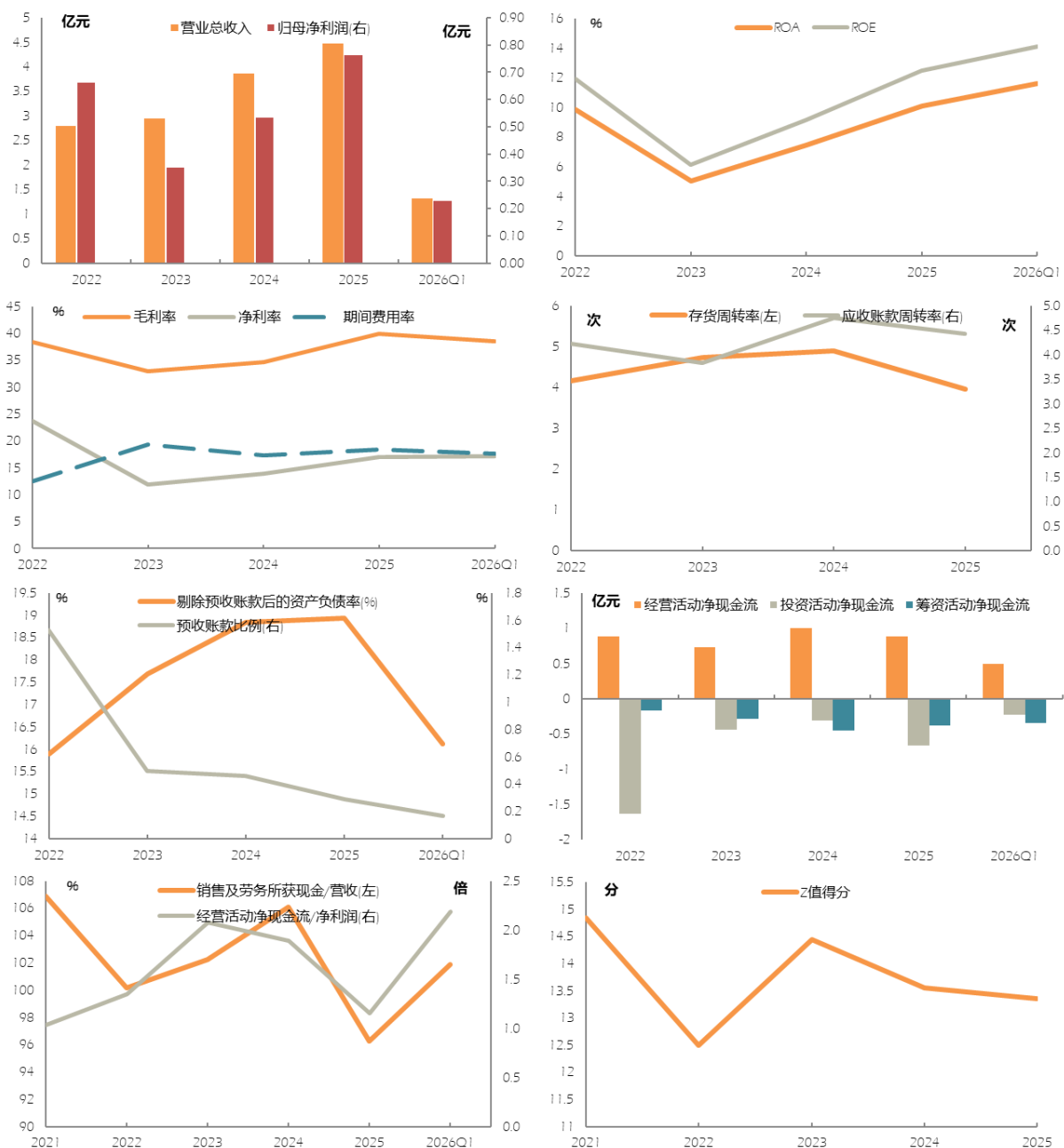
转债规模较小，本期转债规模 2.9 亿元，初始转股价 14.43 元，最新平价约 100 元。转债评级 A+，期限 6 年，票面利率分别为 0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2%、5%，到期赎回价格 114 元，面值对应的 YTM 为 2.82%，债底约为 87.86 元，债底保护性一般。三大条款保持主流形式。

我们认为，公司基本盘稳健、2025 年盈利修复已现，未来弹性主要取决于马来西亚基地的产能落地节奏与海外、食药等新领域的放量进度。根据我们的新券定价模型，**我们预计其二级市场定价可能在 156.98 元，溢价率约 54.94%。近期新券估值仍高，且波动大，建议审慎参考。**

风险

市场竞争加剧；市场需求走弱；新增产能消纳不及预期；转债估值波动扩大。

图表 1：部分财务数据



资料来源：iFinD，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。



V160908
编辑：赵静

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560