

## 固收点评 20230412

# 科思转债：全球防晒剂领域龙头

2023年04月12日

关键词：#第二曲线 #产能扩张

### 事件

- **科思转债(123192.SZ)于2023年4月13日开始网上申购**：总发行规模为7.25亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目(一期)和安庆科思化学有限公司年产2600吨高端个人护理品项目。
- **当前债底估值为82.87元，YTM为3.18%**。科思转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%(含最后一期利息)，以6年AA-中债企业债到期收益率6.53%(2023-04-11)计算，纯债价值为82.87元，纯债对应的YTM为3.18%，债底保护一般。
- **当前转换平价为104.1元，平价溢价率为-4.02%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年10月19日至2029年04月12日。初始转股价53.03元/股，正股科思股份4月11日的收盘价为55.25元，对应的转换平价为104.19元，平价溢价率为-4.02%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.47%**。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价53.03元计算，转债发行7.25亿元对总股本稀释率为7.47%，对流通盘的稀释率为18.82%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- **我们预计科思转债上市首日价格在123.29~137.36元之间，我们预计中签率为0.0020%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到科思转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在123.29~137.36元之间。我们预计网上中签率为0.0020%，建议积极申购。
- **南京科思化学股份有限公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，主要产品为防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等**。公司产品已进入国际主流市场体系，防晒剂系列产品配套齐全，覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，涵盖UVA、UVB所有波段。同时公司也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料产品的主要生产厂家。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为11.28%**。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2017-2021年复合增速为11.28%。与此同时，归母净利润浮动，2017-2021年复合增速为32.75%。2021年，公司实现营业收入10.90亿元，同比增加8.13%，实现归母净利润1.33亿元，同比减少18.72%。
- **公司主要营收构成稳定，化妆品活性成分及其原料、合成香料为主要营收来源**。公司在防晒剂领域拥有雄厚的实力，与众多优质客户长期合作，市场占有率和行业地位较高。合成香料领域，公司系国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业，从事合成香料的研发、生产和销售已超过20年。
- **公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率、财务费用率、管理费用率下降**。2017-2021年，公司销售净利率分别为6.02%、8.93%、13.97%、16.21%和12.18%，销售毛利率分别为23.04%、24.85%、30.76%、32.98%和26.76%。
- **风险提示**：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《高温超导产业可转债标的知多少？——转债捕手系列(二)》

2023-04-12

《疫后通胀不升反落，需求恢复任重道远》

2023-04-11

## 内容目录

1. 转债基本信息.....	4
2. 投资申购建议.....	5
3. 正股基本面分析.....	7
3.1. 财务数据分析.....	7
3.2. 公司亮点.....	9
4. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	科思转债发行认购时间表	4
表 2:	科思转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	公司 P-S 产品的产能、产量、产能利用率和销售情况 (吨, %, 万元)	10
表 7:	公司深度合作的客户资源优势	10

## 1. 转债基本信息

表1: 科思转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-04-11	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-04-12	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-04-13	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2023-04-14	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2023-04-17	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2023-04-18	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-04-19	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 科思转债基本条款

转债名称	科思转债	正股名称	科思股份
转债代码	123192.SZ	正股代码	300856.SZ
发行规模	7.25 亿元	正股行业	美容护理-化妆品-化妆品制造及其他
存续期	2023 年 04 月 13 日至 2029 年 04 月 12 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	53.03 元	转股期	2023 年 10 月 19 日至 2029 年 04 月 12 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,2.00%,3.00%.		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	(1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 115%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
安庆科思化学有限公司高端个人护理品及合成香料项目 (一期)	64,474.20	52,590.86
安庆科思化学有限公司年产 2600 吨高端个人护理品项目	25,657.25	19,900.92
<b>合计</b>	<b>90,131.45</b>	<b>72,491.78</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	82.87 元	转换平价 (以 2023/04/11 收盘价)	104.19 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	20.67%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-4.02%
纯债到期收益率 YTM	3.18%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 82.87 元, YTM 为 3.18%。**科思转债存续期为 6 年, 上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.53% (2023-04-11) 计算, 纯债价值为 82.87 元, 纯债对应的 YTM 为 3.18%, 债底保护一般。

**当前转换平价为 104.1 元, 平价溢价率为-4.02%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 10 月 19 日至 2029 年 04 月 12 日。初始转股价 53.03 元/股, 正股科思股份 4 月 11 日的收盘价为 55.25 元, 对应的转换平价为 104.19 元, 平价溢价率为-4.02%。

**转债条款中规中矩。**下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

**总股本稀释率为 7.47%。**按初始转股价 53.03 元计算, 转债发行 7.25 亿元对总股本稀释率为 7.47%, 对流通盘的稀释率为 18.82%, 对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

**我们预计科思转债上市首日价格在 123.29~137.36 元之间。**按科思股份 2023 年 4 月 11 日收盘价测算, 当前转换平价为 104.19 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的宏川转债 (转换平价 109.74 元, 评级 AA-, 发

行规模 6.70 亿元)、明新转债(转换平价 102.82 元, 评级 AA-, 发行规模 6.73 亿元)、明电转债(转换平价 101.44 元, 评级 AA-, 发行规模 6.73 亿元), 4 月 11 日转股溢价率分别为 17.09%、24.29%、24.80%。

2) 参考近期上市的春 23 转债(上市日转换平价 94.42 元)、亚康转债(上市日转换平价 106.72 元)、平煤转债(上市日转换平价 83.38 元), 上市当日转股溢价率分别为 36.01%、47.40%、39.14%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 美容护理行业的转股溢价率为 31.74%, 中债企业债到期收益为 6.53%, 2022 年三季度显示科思股份前十大股东持股比例为 71.53%, 2023 年 4 月 11 日中证转债成交额为 40,416,939,696 元, 取对数得 24.42。因此, 可以计算出科思转债上市首日转股溢价率为 23.59%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到科思转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右, 对应的上市价格在 123.29~137.36 元之间。

表5: 相对价值法预测转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	52.49	118.77	120.75	123.72	126.69	128.67
-3%	53.59	121.27	123.29	126.33	129.36	131.38
2023/04/11 收盘价	55.25	125.02	127.11	130.23	133.36	135.44
3%	56.91	128.77	130.92	134.14	137.36	139.51
5%	58.01	131.27	133.46	136.74	140.03	142.21

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **71.46%**。科思股份的前十大股东合计持股比例为 71.53% (2022/09/30), 股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售, 其他股东中有 50% 参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 71.46%。

我们预计中签率为 **0.0020%**。科思转债发行总额为 7.25 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 71.46%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.07 亿元。科思转债仅设置网上发行, 近期发行的智尚转债(评级 AA-, 规模 7.00 亿元) 网上申购数约 1011.13 万户, 道氏转 02 (评级 AA-, 规模 26.00 亿元) 1028.52 万户, 晓鸣转债(评级 A+, 规模 3.29 亿元) 1039.01 万户。我们预计科思转债网上有效申购户数为 1026.22 万户, 平均单户申

购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0020%。

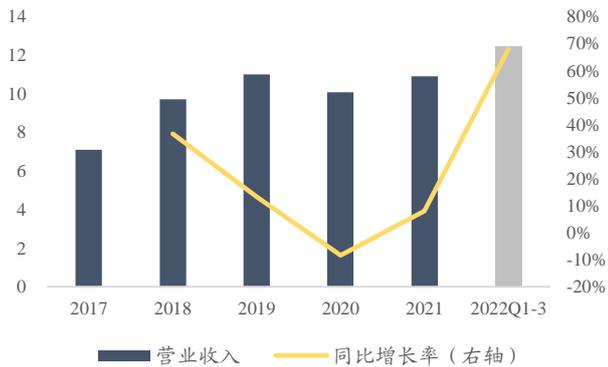
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

南京科思化学股份有限公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，主营业务为日用化学品原料的研发、生产和销售，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。防晒剂主要产品有阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS) 等；合成香料产品主要包括铃兰醛 (LLY)、合成茴脑 (AT) 等，主要在配制成各类香精后用于化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日化用品中。公司防晒剂系列产品配套齐全，已覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，并持续推出新产品，涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，可为不同需求的下游客户提供其所需的产品。同时，公司也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料产品的主要生产厂家之一，相关产品在国际市场上具有较强的竞争力。公司是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 认证的日用化学品原料制造商之一，产品已进入国际主流市场体系，防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括大型跨国化妆品公司和专用化学品公司，合成香料主要客户包括全球知名香料香精公司和口腔护理品公司。

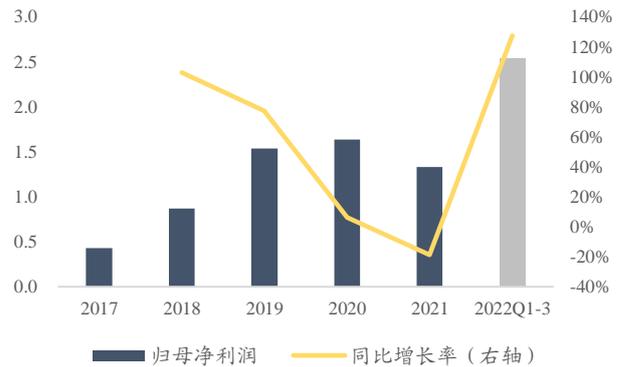
**2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 11.28%。**自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 11.28%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 32.75%。2021 年，公司实现营业收入 10.90 亿元，同比增加 8.13%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比减少 18.72%，主要原因是原材料和海运费价格大幅上涨，压低产品毛利率水平；此外，2021 年公司加大研发投入、新增产线产能利用率尚在逐步提升、不再享受国家减免企业社会保险费等疫情纾困政策等因素对公司净利润水平有所影响。2022Q1-3，公司实现营业收入 12.49 亿元，同比增加 68%；实现归母净利润 2.54 亿元，同比大幅增加 127.42%，主要系随着下游消费需求的持续恢复增长，化妆品活性成分产品销售量同比增长较大；在此基础上，公司自 2021 年四季度以来的调价措施逐步落地、整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放等，助力主营业务毛利率提升。此外，2022 年二季度以来人民币兑美元汇率的下降，也一定程度上提升了公司盈利水平。

图1: 2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

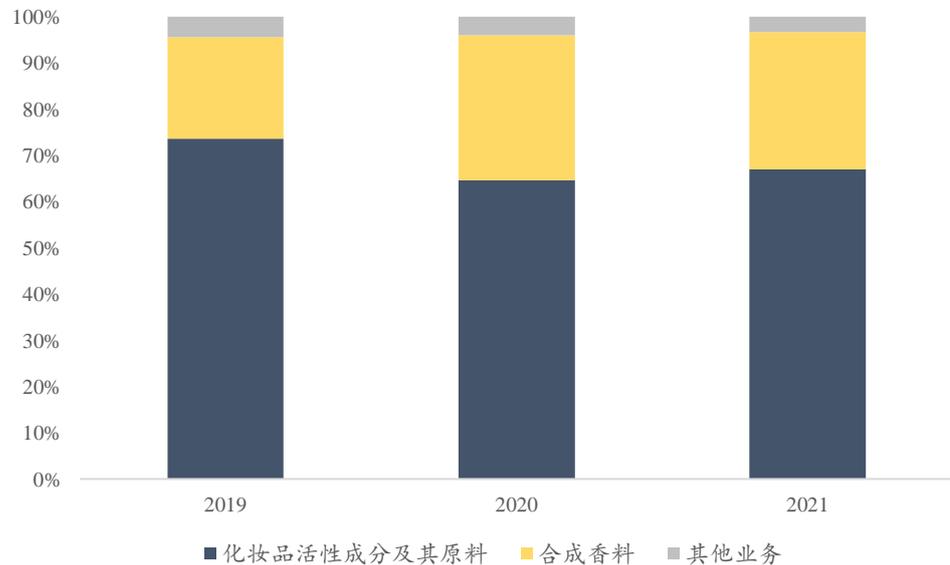
图2: 2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司主要营收构成稳定, 化妆品活性成分及其原料、合成香料为其主要营收来源。2019-2021年, 公司化妆品活性成分及其原料占营业收入的比例分别为 73.55%、64.62% 和 67.00%, 合成香料占营业收入的比例分别为 22.00%、31.42% 和 29.61%。公司在防晒剂领域拥有雄厚的实力, 与众多优质客户长期合作, 产品产销量总体保持着增长态势, 市场占有率和行业地位较高。合成香料领域, 公司系国内较早投入生产对甲氧基苯甲醛、铃兰醛、对甲基苯乙酮、2-萘乙酮等合成香料产品的企业, 从事合成香料的研发、生产和销售已超过 20 年, 与众多国际知名香料香精公司建立了业务合作关系。

图3: 2019-2021 年营业收入构成

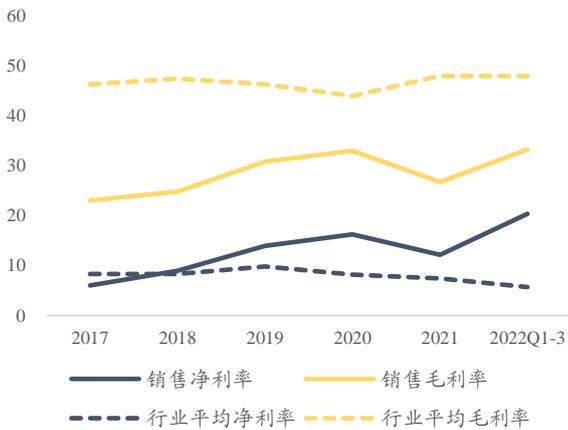


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率上升, 销售费用率、财务费用率、管理费用率下降。2017-2021年, 公司销售净利率分别为 6.02%、8.93%、13.97%、16.21% 和 12.18%, 销售毛利率分别为 23.04%、24.85%、30.76%、32.98% 和 26.76%。2022Q1-3, 下游市场受疫情影响后持续恢复, 2021 年四季度公司对产品的调价落地、部分大宗商品原材料成本

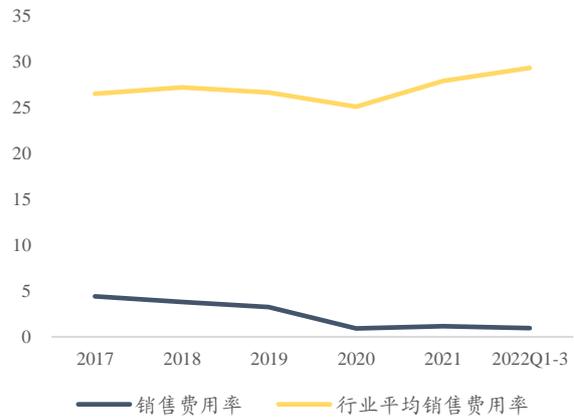
下降、整体产能利用率提升和高毛利率的新产品产能逐步释放，叠加人民币兑美元汇率的下降等因素，助力公司盈利能力明显提升；得益于人民币兑美元汇率下行，公司财务费用率同比大幅下降；销售、管理费用方面，由于公司营收大幅增长，产生较强的规模效应，带动销售、管理费用率有所下降。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



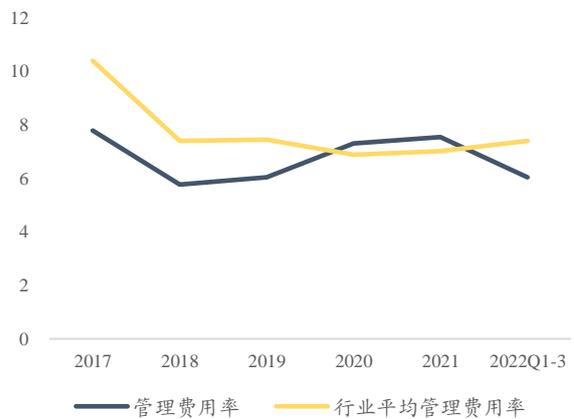
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

公司作为全球防晒剂龙头, 产品矩阵丰富, 新型防晒剂产能释放, 优先受益行业需求增长。Euromonitor 统计数据显示, 2019 年全球防晒化妆品市场规模达 120.13 亿美元; 2020 年受疫情影响, 市场规模下降至 108.4 亿美元; 预计 2025 年全球防晒化妆品市场

规模将达到 155.43 亿美元, 2021-2025 年年均复合增长率达 6.88%。防晒剂添加量较大、原料审批严格、需求增长较快, 是化妆品原料的黄金赛道, 公司作为全球防晒剂龙头, 产品矩阵丰富, 覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类, 涵盖 UVA、UVB 的所有波段, 销量占全球市场份额比例已超过 20%。同时公司紧跟行业发展新趋势, 布局近年需求火热的新型广谱防晒剂 P-S, 成为全球目前少数具备 P-S 规模化生产能力的企业。本次可转债募投项目之一即为扩产 P-S 防晒剂, 项目建成并投产后公司 P-S 产能将扩大至 2,000 吨/年, 防晒剂业务规模将进一步放大, 公司的龙头地位将得到进一步巩固和提升。

**表6: 公司 P-S 产品的产能、产量、产能利用率和销售情况 (吨, %, 万元)**

	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	销售收入	销售毛利	销售毛利率
2019	350.00	268.96	76.85	253.60	94.29	8,859.28	2,627.84	29.66
2020	350.00	336.12	96.03	359.20	106.87	12,767.53	4,695.34	36.78
2021	500.00	529.08	105.82	518.40	97.98	16,816.51	6,849.73	40.73
2022Q1-3	375.00	318.92	85.05	326.50	102.38	11,809.07	5,149.74	43.61

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

**公司战略布局氨基酸表面活性剂和 高分子增稠剂领域等高增长赛道, 向高端个人护理品原料平台发展, 打造“第二曲线”。**氨基酸表面活性剂和 高分子增稠剂均属于化妆品和日化产品原料中的重要成分, 未来市场成长空间巨大。氨基酸表面活性剂凭借温和、无毒、可降解、无残留等优良特性, 在化妆品和个护领域的市场渗透率不断上升; 卡波姆与常用的增稠剂相比, 具有更好的安全性、稳定性、防腐性和流变性, 主要应用于高端个人护理品, 募投项目实施后公司将在该产品领域对国外产品形成有力竞争, 在国内个护产品消费升级的大趋势下进一步提升业绩。预计 2023 年年中开始, 氨基酸表活/美白剂/去屑剂/增稠剂卡波姆等新品有望陆续投产并贡献增量收入, 公司有望实现由化学防晒剂向物理防晒剂、以及高端个人护理品原料的拓展。我们认为公司直接触达大量终端品牌方客户的优势, 将赋能其精准选品与可持续成长, 同时新产能投产与公司成长潜力打开, 亦有望带来其业绩提升。

**表7: 公司深度合作的客户资源优势**

防晒剂等化妆品活性成分	大型跨国化妆品公司 专用化学品公司	帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克、强生等
合成香料	全球知名香料香精公司 口腔护理品公司	奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。  
东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

