

➤ 公司简介

科达制造，1992年创立，总部广东佛山，2002年在上交所上市，2022年赴瑞交所发行GDR（股票代码：KEDA），公司主营业务覆盖建材机械、海外建材、锂电材料与装备三大领域，目前是亚洲第一、全球第二的陶瓷机械龙头，同时也是最早一批中资赴非洲瓷砖行业投资的企业之一。2022年实现总收入111.57亿元，YOY+14%、归母净利润42.51亿元；其中，建材机械设备收入56.08亿元，占比50.26%、海外陶瓷收入32.76亿元，占比29.36%。公司股权结构为非家族制，无实控人，董事长边程1998年加入科达、当前持股5.07%；2023年2月中国联塑举牌科达。

➤ 进军非洲，出海蓬勃

非洲正处于城镇化红利期，是建材的朝阳市场。无需过度担心需求的阶段性不足，从需求角度，非洲是一个具有想象力、吸引力的地方。我们预测2026年非洲人均瓷砖消费量将约为1.13平/人，则对应瓷砖需求约为17.6亿平，较2021年增长53.5%。

非洲瓷砖供给格局：主要竞争对手是中资，留给新进入者的空间有限。非洲瓷砖行业投资难度较大，科达等中资企业先发优势明显，资金上假设一个基地新建5-6条产线，则需要合计投入10亿以上人民币。不应局限于市场格局的边际变化，更应关注增长红利期，科达非洲给予股东持续、快速、可观的回报。

科达海外陶瓷发展迅速，毛利贡献已提升至55%以上。非洲陶瓷产业的发展，可以归纳为精选合作伙伴（森大）、慎重选址、产能快速扩张、横向延伸产业链等步骤。

➤ 战投蓝科锂业，锂电新延伸

2017年科达战略入股蓝科锂业，通过全资子公司合计持股43.58%。蓝科锂业是国内卤水提锂龙头，当前年产能超过3万吨，有望技术改进持续增产。蓝科的核心优势在于①资源禀赋，②技术带来最优成本，③股东国资背景。

锂电池材料、锂电设备有序推进。科达2023H1实现锂电池材料收入4.09亿元，整体占比8.6%。公司于2015年进入锂电池负极材料领域，目前已形成“石墨化-人造石墨-硅碳负极”的负极材料产业链布局，以储能电池领域应用为主。**锂电设备方面**，主要基于锂电材料的烧结环节，为正极材料、负极材料的生产以及锂云母提锂提供烧结装备等。

投资建议：我们看好公司纵深陶瓷产业链并积极布局非洲，出海挖掘高增长红利，同时延伸锂电业务新增增长极，我们预计2023-25年公司整体营收分别为101.14、116.57、136.21亿元，同比增速分别为-9.3%、15.3%、16.8%；归母净利润分别为23.36、25.33和27.14亿元，同比增速分别为-45.1%、8.4%、7.1%，对应12月12日收盘价PE分别为8、8和7倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：非洲产线新增量过多的风险；国内建材机械需求快速下降的风险；碳酸锂价格波动剧烈的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,157	10,114	11,657	13,621
增长率 (%)	13.9	-9.3	15.3	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,251	2,336	2,533	2,714
增长率 (%)	322.7	-45.1	8.4	7.1
每股收益 (元)	2.18	1.20	1.30	1.39
PE	5	8	8	7
PB	1.7	1.7	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年12月12日收盘价）

推荐

首次评级
当前价格：
10.07元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

目录

1 科达制造：全球化、多元化、开放化	3
1.1 公司简介	3
1.2 股权结构	4
1.3 财务表现	5
2 进军非洲，出海蓬勃	8
2.1 非洲正处于城镇化红利期，是建材的朝阳市场	8
2.2 非洲瓷砖供给格局：竞争对手是中资，留给新进入者的空间有限	10
2.3 科达海外陶瓷毛利贡献已提升至 55%以上	16
3 战投蓝科锂业，锂电新延伸	19
3.1 碳酸锂持续贡献现金流+丰厚利润	19
3.2 锂电池材料、锂电设备有序推进	20
4 盈利预测及投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析与投资建议	22
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 科达制造：全球化、多元化、开放化

1.1 公司简介

科达制造，1992 年创立，总部广东佛山，2002 年在上交所上市，2022 年赴瑞交所发行 GDR（股票代码：KEDA），公司主营业务覆盖建材机械、海外建材、锂电材料与装备三大领域，目前是亚洲第一、全球第二的建筑陶瓷机械供应商，是亚洲唯一一家具备建筑陶瓷机械整厂整线生产供应能力的企业，同时也是顺应国家“一带一路”倡议，较早赴非洲瓷砖行业投资的中资企业之一。2022 年实现收入 111.57 亿元，YOY+14%、归母净利 42.51 亿元；其中，建材机械收入 56.08 亿元占比 50.26%、海外陶瓷收入 32.76 亿元，占比 29.36%。

回顾公司发展历程，充分体现公司“全球化”“多元化”“开放化”。一是经营多元化，旗下业务涉及陶机、瓷砖、锂电，不受限于单一行业趋势；二是布局亚洲、非洲、欧洲等地区，出口/属地化经营，覆盖超 60 个国家及地区，不受限于单一地区的经济周期；三是现代化的治理架构，不受限于佛山本地传统的家族管理理念。

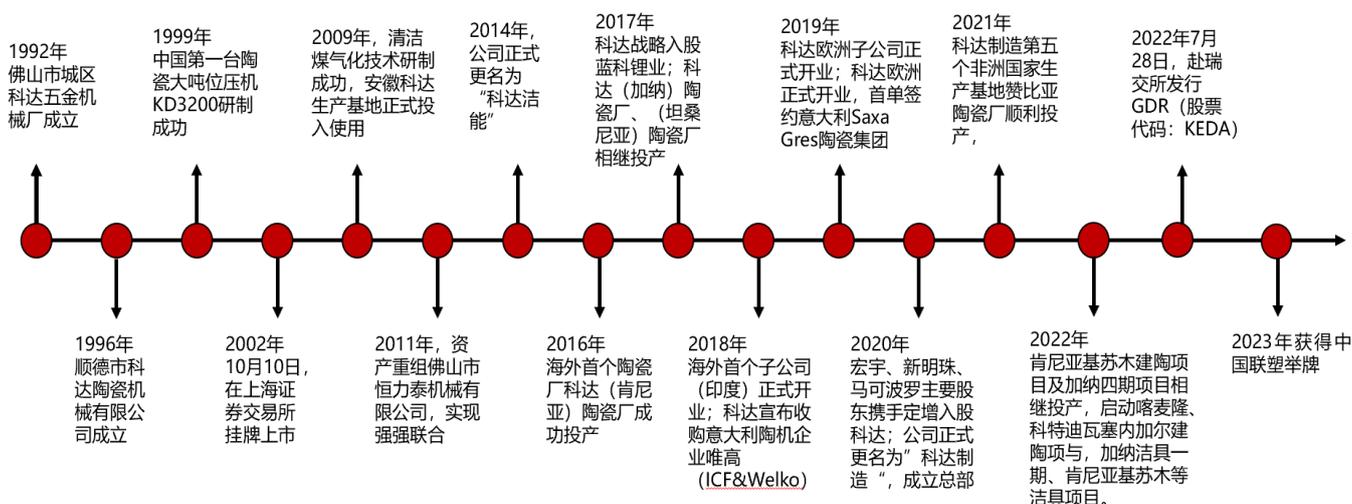
具体看来，有以下关键节点：

- 1992-2002 年期间实现陶机装备国产化；
- 2003-2012 年期间在世界建材装备行业做强做大；
- 2009-2015 年探索环保节能业务但于后期主动收缩；
- 2015 年进入锂电负极材料领域；
- 2016 年开启海外/非洲首个陶瓷厂投产（肯尼亚），截至 23Q3 已在非洲 5 个国家运营 17 条陶瓷生产线和 1 条洁具产线（肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚等）；
- 2017 年战略入股蓝科锂业，不断有投资收益+现金流贡献；
- 2018 年收购意大利唯高开始深度布局欧洲市场；
- 2020 年获得国内下游陶瓷龙头宏宇、新明珠、马可波罗关联方联合定增入股，以及 2023 年获得中国联塑举牌。
- 2022 年在瑞士发行 GDR；

建材机械是公司传统优势主营业务，目前是亚洲第一、全球第二大建筑陶瓷机械设备供应商，以陶瓷机械设备为主，核心产品包括压机、窑炉、抛磨设备等。近年来通过纵向延伸丰富业务内容，输出“装备+配件耗材+服务”组合产品。旗下拥有“科达（KEDA）”、“力泰（HLT&DLT）”、“唯高

(ICF&Welko) “三大品牌，其中，唯高原为意大利品牌，2018 年被科达收购，从而进军欧洲市场。公司在印度、土耳其、意大利等均设有子公司，陶机业务已覆盖印度、孟加拉、巴基斯坦、东南亚、非洲、欧洲、南北美洲等 50 多个国家和地区。2022 年、23H1 建材机械业务的收入规模分别为 56.08，20.98 亿元，收入占比分别为 50.26%、44.19%。公司立足陶瓷机械的优势，不仅从制造到产品在非洲瓷砖市场奠定领先地位，同时向锂电设备、环保装备做横向延伸。

图1：科达制造历史沿革

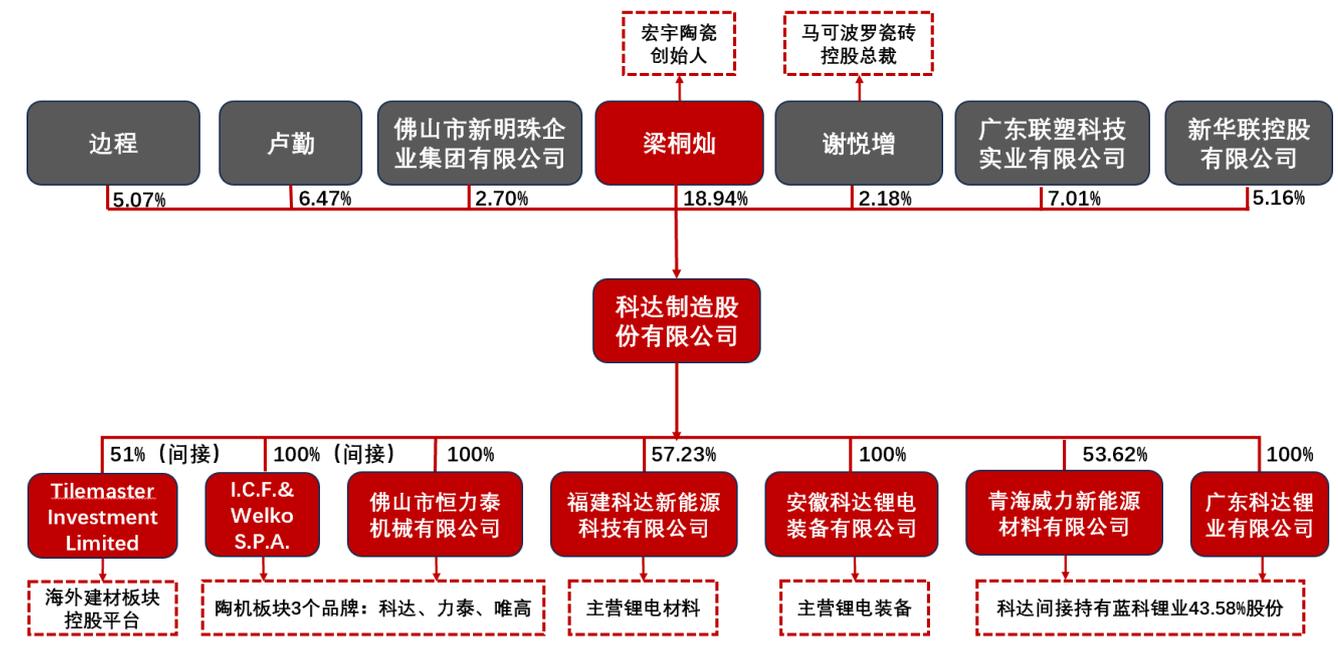


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构

公司股权架构为非家族制（在总部佛山，家族制较为常见）。截至 2023 年 9 月末，公司无实控人，第一大股东为梁桐灿（宏宇陶瓷创始人），持股 18.94%。国内下游陶瓷企业宏宇、新明珠、马可波罗等关联方合计持股 23.82%，中国联塑 2023 年 2 月举牌。新华联在 2021 年 12 月 27 日至 2022 年 8 月 23 日期间持股比例从 7.61%降到 5.16%。董事长边程 1998 年加入科达、当前持股 5.07%。此外，科达制造在上市 20 年间，积极推动并实施过 4 次股权激励或持股计划，覆盖了超 1,000 人次的骨干和优秀员工。

图2：科达制造股权结构（截至 2023 年 9 月）



资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

1.3 财务表现

2017-2022 年公司营收从 57.29 亿增至 111.57 亿元，CAGR 为 14.26%，整体表现稳健。2020-2022 年营收 CAGR 为 22.87%，主要受国内终端岩板市场、海外建材市场增长影响。2022 年实现营收 111.57 亿元，同比增长 13.89%，主要受益国内陶机、海外建材订单快速增长。23Q1-Q3 营收实现 70.28 亿，同比-18%，主因建材机械业务受国内房地产市场影响、以及负极材料终端价格下降的影响等。

2017-2022 年归母净利润从 4.79 亿增至 42.51 亿元，CAGR 为 54.76%。2018 年亏损主因计提商誉减值准备和应收账款坏账准备，导致公司利润减少。2019 年业绩扭亏为盈后、业绩保持快速增长，2022 年归母净利润 42.51 亿元，同比大幅增长 322.66%，主因碳酸锂产品市场价格快速上涨与海外建材业务快速释放贡献，2022 年整体毛利率同比增长 3.48 个 pct。

2022 年海外陶瓷毛利润 14.2 亿元，同比增长 3.56 亿元，23H1 海外陶瓷毛利润 8.32 亿元，对毛利贡献比例高达 55.2%。23 H1 归母净利润 12.68 亿元，同比-40.21%，业绩承压主因碳酸锂价格波动，但海外业务营收占比超 60%，主营业务毛利率提升至 31.75%，较同期提升 3.16pct。

图3: 2015 年至 23Q1-3 公司营收及增速

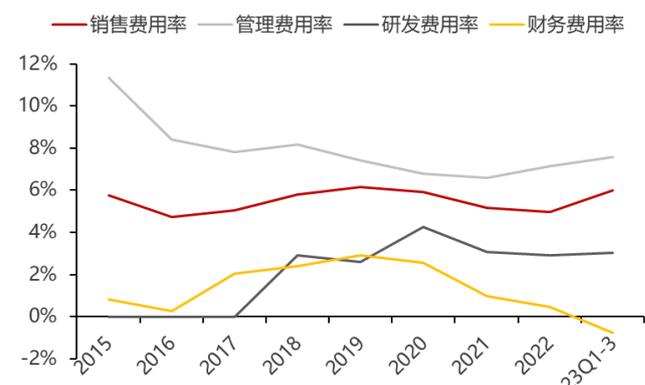

资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2015 年至 23Q1-3 公司归母净利润及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 公司毛利率、销售净利率 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

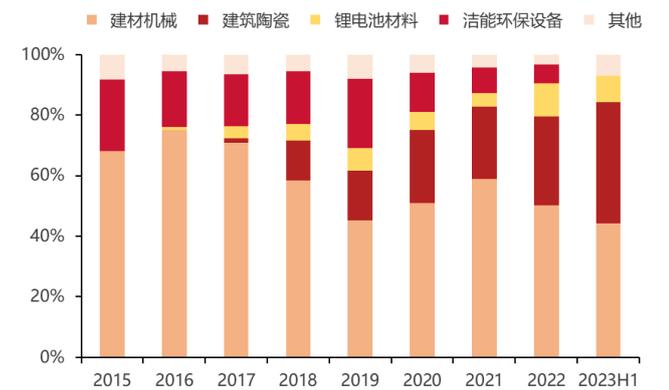
图6: 公司各项费用率情况 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

产品结构方面, 目前以建材机械、海外建材、锂电材料为主营业务, 清洁能源业务已逐步完成出售。2018 年前主要通过建材机械、洁能环保设备贡献收入, 如 2017 年建材机械、洁能环保设备收入占比分别为 70.89%、17.2%。2017-2022 年海外陶瓷业务收入逐年提高, 复合增速为 108.42%, 2022 年占比达到 29.36%; 2017-2022 年锂电池材料业务收入复合增速 39.59%, 2022 年占比达到 10.84%。

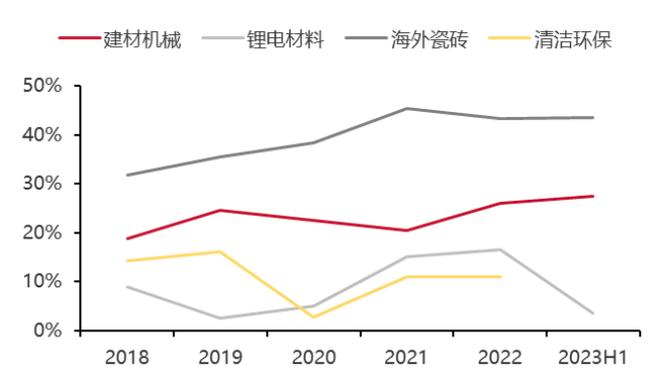
盈利能力方面, 2018 年后海外陶瓷毛利率逐年提升, 对公司毛利贡献明显。2023 前三季度综合毛利率 31.31%, 同比+2.29 个 pct, 预计主因毛利率较高的海外业务营收占比提高, 23H1 海外陶瓷营收占比达到 40.1%。2017-2022 年毛利贡献最大业务是建材机械, 该业务 2022 年毛利率达到 26.02%; 2018-2023H1 海外陶瓷毛利稳步增长, 2023H1 毛利占比 55.17%, 23H1 毛利率为 43.63%。

图7: 2015-2023H1 公司分业务营收占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2018-2023H1 公司各业务毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 进军非洲，出海蓬勃

2.1 非洲正处于城镇化红利期，是建材的朝阳市场

结论 1：非洲瓷砖需求强劲，潜力大，无需过度担心需求的阶段性不足。从需求角度，非洲是一个具有想象力、吸引力的地方。

传统建材增长潜力一看人口增速、二看城镇化，放眼全球，从人口角度，非洲地区最符合建材朝阳市场的特征，但城镇化有其自身解读、需要跳出中国的发展框架。

首先，人口角度。2022 年全球人口增速仅为 0.8%，非洲撒哈拉以南地区人口增速在 2.54%、是全球增速的 3 倍以上，撒哈拉以北地区有所分化，例如肯尼亚 1.91%，埃及 1.57%，摩洛哥 1.02%，南非 0.84%等，但对比发达国家普遍低于 0.5%的现状，撒哈拉以北依然是人口较快增长。

表1：2022 年非洲主要国家与世界部分国家人口增速对比

地区	撒哈拉以南非洲	南非	肯尼亚	印度	美国	摩洛哥	埃及	智利	泰国	韩国
人口增长率(%)	2.54	0.84	1.91	0.68	0.38	1.02	1.57	0.57	0.13	-0.23

资料来源：世界银行，民生证券研究院

第二，城镇化水平。非洲城镇化率不低，但城市的公共设施建设、住房条件并不匹配，从基础建材到装饰材料，均有较大空间。

不同于中国，在非洲人口高增长时期，不少城市的城镇化水平已经较高、甚至超过中国，例如 2021 年加蓬（90.4%）、摩洛哥（64.1%）、阿尔及利亚（74.3%），原因是**人口自由流动+第一产业落后**。

非洲一直对人口流动提供保护，并非仅为增加贸易，非洲常出现政局不稳、气候变化恶劣的情况，带来“气候难民”等流离失所者，从 1969 年非统《关于难民问题某些特定方面的公约》开始，到 2009 年非盟《保护与救助境内流离失所者公约》（又称《坎帕拉公约》），随后非洲多国在国家层面不断立法完善保护流离失所者，2018 年 3 月非洲 27 个国家签订人员自由流动协议，2020 年东非间政府发展组织批准《自由流动议定书》，2022 年被称为里程碑意义的《非洲移民政策框架（2018—2030）》和《关于人员自由流动、居留权和设业权的议定书》由非盟出台。

此外，非洲 38 个国家沿海（非盟组织成员国合计 55 个），移民常见路径是内陆→沿海城市→非洲以外的大洲。但海外非洲移民政策并不稳定+干旱/不规律降水导致农林渔牧的发展缺乏先天条件，因此沿海等大城市作为“中转地”“跳板”，留下越来越多的人口。**根据《非洲商业革命》统计**，2015 年非洲仅有 6 个城市人口超 500 万，预计 2030 年将达到 17 个。

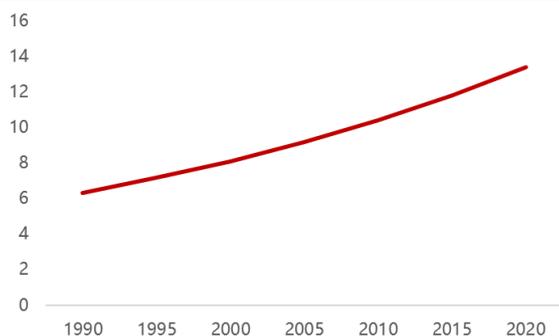
但城镇化率是用人口衡量，和工业化并不对等，城市没有足够的工作岗位，非洲的失业率普遍偏高，例如 GDP 总量靠前的国家中，埃及开罗 2021 年失业率 13.7%，2023 年 9 月更新的南非整体失业率 31.9%等。既来之则安之，农村人口大量涌入城市，形成一定程度上的过度城市化，已成既定事实，带来诸多“城市病”，公共交通、水电供应、污水和垃圾处理、土地和住房、治安等问题突出，但非洲国家并没有放弃解决，例如拉各斯、雅温得的居民会自发组织建设基本生活设施，自助之城内罗毕，以及国家层面的城市经济发展政策，非洲现代化大城市有坦桑尼亚的达累斯萨拉姆、塞内加尔的达喀尔市、南非的德班市、尼日利亚的拉各斯、阿尔及利亚的阿尔及尔、埃及开罗等。未来随着“非洲南北经济走廊”等项目的落地，交通问题会带动更多人口流动，随着工业和第三产业的发展，为城市经济建立更坚实的基础。

因此，我们看到非洲人口的增长（例如联合国预测，到 2050 年，非洲人口将接近 25 亿、占全球超 25%的人口，到本世纪末 2100 年非洲占世界人口的比例将接近 40%，1950 年占比仅为 9%），人口对工作&居住环境的需求持续提高（并没有因为城镇化率高而显得没有空间），两者决定非洲建材的应用空间，从公共空间到居民空间，都具有想象力、吸引力。

2021 年非洲瓷砖消费量 11.5 亿平，人均约 0.82 平，2012 年为 0.57 平，2012-2021 年复合增速为 4.11%，根据 MECS-Acimac 预测，2022-2026 年，非洲将是世界瓷砖消费市场增长最快的地区，复合年增幅 6.6%。2022 年世界瓷砖消费量同比下降 10.9%至 163.77 亿平，全球仅有非洲地区同比增速为正，2022 年非洲增长 5.4%至 12.41 亿平。根据《中国投资(中英文)》2019 年发表的《建筑陶瓷布局非洲》，非洲人均瓷砖消费量与欧洲人均 2.14 平、亚洲人均 2.09 平相比仍有较大差距。根据联合国 2022 年发布的《世界人口展望》报告，我们假设非洲人口在 2026 年达到 15.6 亿，按照每年 6.6%的增速，2026 年人均消费量将约为 1.13 平/人，则对应瓷砖需求约为 17.6 亿平，较 2021 增长 53.5%。

如果考虑消费升级趋势，参考国内的产品体系演变，瓷片→抛釉砖→岩板等趋势有望同样呈现，价格带也有望提升，瓷砖市场空间增速预计会超过销量增速。

图9：非洲人口总数表现（单位：亿人）



资料来源：联合国，民生证券研究院

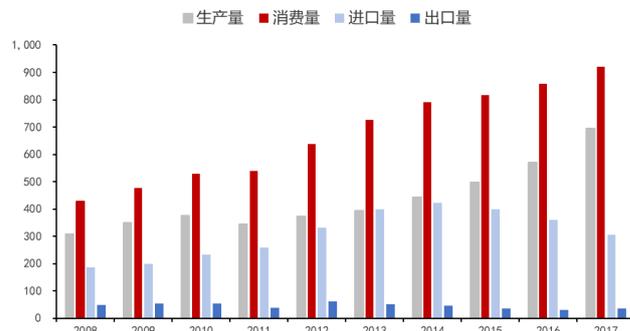
图10：非洲拥有 38 个沿海国家



资料来源：百度图库，民生证券研究院

图11：2012-2021 非洲瓷砖总消费量与人均消费量


资料来源：ACIMAC，联合国人口司，民生证券研究院

图12：2008-2017 年非洲瓷砖行业生产消费表现 (百万平方米)


资料来源：ACIMAC，民生证券研究院

2.2 非洲瓷砖供给格局：竞争对手是中资，留给新进入者的空间有限

结论 2：非洲瓷砖行业投资难度较大，科达等中资玩家先发优势明显。我们从竞争对手的角度看供给格局，科达的直接对手，分为本地+海外，我们认为真正的对手是中资为主的海外企业。而同样是中资企业，科达的竞争力更突出。

首先，非洲瓷砖行业投资难度较大。

(1) **从生产与技术角度**，非洲不缺高黏土（我国 2020 年高岭土储量 57 亿吨，非洲仅尼日利亚已有 30 亿吨储量、坦桑尼亚 20 亿吨），也不缺低成本人力（本地月工资 1000 元 RMB 已是高薪收入群体），外资企业可以带去先进的生产设备与经验。以科达在非洲的第一个工厂为例，科达肯尼亚离煤产地、原料产地比较近，但大部分地区缺水缺电，科达肯尼亚的开拓者们费时费力的铺设供水管道，并与当地供电部门沟通、架设变压器，耗时数月才将水电引到工厂。同时非洲的原材料供应，比如初期釉料需要从中国进口，本地虽然有胚料但质量不过关，需要调配，陶瓷行业是“七分设备+三分工艺”的经验科学行业，因此设备根据原材料的调试很关键，设备可以弥补原材料的不足。

(2) **从资金角度**，壁垒相对较高。瓷砖是一项重资产投入，前期建设成本投入大、原材料/燃料采购规模大且价格易波动、人力较为密集。根据科达对外投资公告的投资额度，例如加纳四期第 5 条产线投资额为 3,256.59 万美元（约 2.3 亿 RMB）、喀麦隆 2 条产线 5,919.35 万美元（约 4.2 亿 RMB）、科特迪瓦一期 1 条产线 7,000.00 万美元（约 5 亿 RMB）。假设一个基地新建 5-6 条产线，则需要 10 亿以上 RMB 合计投入。

对资金需求量大，而海外投资贷款并不容易申请，例如世界银行集团的 IFC 贷款申请有资质要求，例如要求企业必须是稳定经营财务状况的公司，同时也必须拥有完善的法律架构、良好的社会声誉和可靠的管理团队。2020 年 6 月 30 日，

森大与科达一起获得与国际金融公司总额 1.65 亿美元的长期贷款。公司与 IFC 协商的贷款利率为 (USD LIBOR 6M) + 2.4%，在美元加息前，USD LIBOR 6M 处于低水平，因此科达在资金量及成本方面均有优势。此外，出海企业还面临外汇风险，不仅是汇率波动的干扰，同时也可能面临结汇、换汇的难题。

(3) 从营商环境角度，这也是非洲与国内最不同的地方，政局稳定与社会治安等为出海企业选址开展业务的重要考量因素，也是当地员工选择是否加入外商投资企业（可能经营不善带来失业）与国内员工考虑是否外派的一大关注点。出海公司实力不足很难招到中国/本地员工，尤其是最近几年疫情等影响下，前往非洲的中国员工数量缩减（受疫情影响），高峰时期 26 万人，2021 年不足 10 万人，非洲的中资企业数量也从高峰期 10000 余家降到 2023 年的 3500 余家。没有三通一平，非洲建设条件比较粗犷，例如科达第一条产线建设初期需要自己解决水源等问题，近年来随着工业园区的建设，制造企业条件有所改善，例如乌干达有多座中资投建的工业园（中乌国际产能合作工业园、姆巴莱工业园、辽沈工业园、天唐工业园等）。政局稳定性也是重要的考量因素，非洲选举时间和选举周期较不稳定，在多个国家发生政治抗议、社会局势动荡的风险很高。

(4) 从内控角度，员工本土化能力是核心竞争力，扎根非洲的需要实现企业自身本土化转变，其中员工的培训就是一项“软实力”，经济效益不再是最重要的目标，获得员工的认同感，还需兼具协调宗教、人文、习俗等。例如科达赞比亚 K3 产线今年 5 月底实现项目投产目标，员工数量突破 1200 人，非方本土员工超过 1100 人。此外，中方管理团队也起到了重要作用，通过前期项目积累经验，现有团队到新项目上带领新人，将非洲本土的经营管理经验传承下去。

(5) 从渠道角度，先发优势会显著，经销代理是一条信用链，建立信任、建立品牌都需要时间，尤其是异国他乡。例如早在 2018 年科达（坦桑尼亚）经销商年会，到场就有 80 位经销商客户，早在 2004 年森大第一家海外分公司于加纳首都成立，迄今已有 14 家海外分公司（森大是科达非洲合作伙伴）。

第二，科达直接的海外竞争对手，并不是本土企业，而是中资为主的海外公司。从结果来看，非洲 2021 年合计 8.8 亿平产能（来自 Acimac），旺康估计产能占非洲整体的 25%，科达非洲现有项目达产后，产能将达到 2 亿平，占非洲 8.8 亿平产能的 20%以上，2 家中资龙头合计产能占比预计可达一半左右。部分非洲地区也有成规模的陶瓷生产基地，比如非洲北部发展较成熟，埃及（城市起步早、瓷砖行业起步早，中国对非洲直接投资在 2008 年冲顶后回落，到 2017 年及以后才回到 40 亿美元以上流量，本土资本有先发优势），2017 年埃及本土已拥有 25 个瓷砖厂、120 条产线（当年科达第一条非洲产线刚刚投产），CCG 集团本地最大（早在 1983 年投产了第一条埃及瓷砖产线）。**但本土企业的产能优势并不绝对**，例如疫情期间，本土瓷砖企业多数出现关停（例如 2020 年 4 月埃及 Lecico 公司关闭亚历山大港工厂 14 天因为有员工确诊阳性），中资企业的生

产稳定性优势发挥，“人停我开”，抢占了一定份额。

从 2011 年旺康在尼日利亚第一家陶瓷厂开始，至今近 13 年时间，中资企业起步晚于本土、但已在产能和布局上获得显著优势，同时在疫情等不可抗力面前，同样展现出持续稳定的经营能力。

非洲本地陶瓷产线多分布在埃及、南非、尼日利亚、摩洛哥、埃塞俄比亚等经济相对发达的国家。

表2：2017 年非洲本地陶瓷产线一（并非中国企业）

	公司	所在国家	年产能规模
1	Ceramica Cleopatra	埃及 (30 条线)	1650 万 ²
2	Lecico 公司	埃及	3400 万 ² 瓷砖
3	Arab Ceramics	埃及	未公布
4	Ceramica Al Amir	埃及	700 万 ²
5	Alfa ceramic	埃及	3000 万 ²
6	Misr International	埃及	未公布
7	。 Ceramica Al-Hael	埃及(8 条线)	1500 万顺
8	Ceramica Prima	未公布	未公布
9	Gloria Ceramic	未公布	未公布
10	Italtile Limite	南非 (5 个厂)	2675 万解
11	Norcros P1c 集团	南非	67.8 万 ²
12	Union Tiles (Pty)Ltd	南非	未公布
13	Vaal Sani taryware	南非	未公布
14	WACL 公司	尼日利亚	未公布
15	CDK Integrated Industries	尼日利亚	350 万 ²
16	Nispo 瓷业	尼日利亚	未公布
17	Himrawi 公司	埃塞俄比亚	未公布
18	Medtech 公司	埃塞俄比亚	1095 万 ²
19	Tabor Ceramic Products	埃塞俄比亚	未公布
20	FaiencereriesAlgeriennes	阿尔及利亚	2920 万 ²
21	Kajaria 陶瓷	摩洛哥	未公布
22	RAKCeramics	摩洛哥	未公布
23	SuperCerame	摩洛哥 (3 个基地)	4380 万 ²
24	Saj Ceramics	肯尼亚	未公布
25	Flamingo Tiles	肯尼亚	8212.5 万 ²
26	RAK 陶瓷有限公司	苏丹	未公布
27	Umubano Tiles	卢旺达	未公布

资料来源：非洲资讯网，民生证券研究院

结论 3：快速增长的市场，不应局限于市场格局的边际变化。更应关注科达非洲给以股东持续、快速、可观的回报。

2019 年中资企业在非洲瓷砖产能合计约 77 万平/日（来源：陶城网），对应约 2.8 亿平年产能，而 2017 年非洲瓷砖产能约 7 亿平，2017 年中资产能占比已达 40%。2017 年已有 16 家中资企业在非洲本地建陶瓷厂，建设陶厂累计 40

余个，其中，较为知名的企业有科达（佛山起家）、旺康（温州起家）、时代陶瓷（福建起家）、瑞亚陶瓷（江西起家）等。

表3：2017年非洲陶瓷产线二（中资企业在非洲本地建厂投产）

企业	布局及产线数	日产能	产值
1 特福国际（科达）	肯尼亚（2条）加纳（2条+1） 坦桑尼亚（2条）塞内加尔（2条）	15万m ²	12亿元
2 博达集团	埃塞俄比亚（未公布）、坦桑尼亚（与旺康共建2条）		
3 旺康集团	尼日利亚（4条）、坦桑尼亚（与博达共建2条）、乌干达（2条）、加纳（2条）	28.5万m ² （官方数字）	14亿元（官方数字）
4 阳光易丰	津巴布韦	2.5万m ²	7.2亿元
5 福建 Sentuo Steel of China	加纳	未公布	4.8亿元
6 中交产业投资控股-ARERTI 陶瓷	埃塞俄比亚 4条生产线	7万m ²	9亿元
7 帝缘陶瓷	埃塞俄比亚（2条）	2.2万m ²	3亿元
8 佛山新美陶瓷（临湘）有限公司	尼日利亚（2条）	5.75万m ²	2.1亿元
9 时代陶瓷	尼日利亚（2条）	6.5万m ²	（未公布）
10 万达工业集团“马可波罗瓷砖” （后败诉，不能使用马可波罗品牌）	赞比亚	1万m ²	2.1亿元
11 Rayal Industrial	南非（3-4条）	1.5万m ²	1.48-4.45亿元
12 江西雅星纺织实业	南非比勒陀利亚（3条）	未公布	1.19亿元
13 董氏集团	尼日利亚（5条以上）	未公布	不详
14 福建闽清中陶	不详	不详	不详
15 嘉丽陶瓷	尼日利亚奥贡州	不详	不详
16 山东建尼陶瓷	不详	不详	不详
总计	或有51条以上	76.95万m ²	61.67亿元

资料来源：非洲资讯网，民生证券研究院

2020-2022年疫情是重要的分水岭，科达等本土企业获得快速成长的机会。一是上文提到本土企业停工较多，另一方面，出口到非洲的瓷砖受限、去非洲本土发展的企业也受到抑制。

未来，为了应对不可抗力或公共卫生事件而增加的政府公共开支，在危机结束后是否会下降，以及海外对非的低利率环境（因疫情）是否会结束，以及美国加息导致非洲本币贬值加速，通胀压力下非洲多国提高利率但也带来债务压力。非洲粗犷的投资策略一定不再适用，中企投资非洲需要更综合的投前分析，壁垒提高也缓解了竞争加剧。

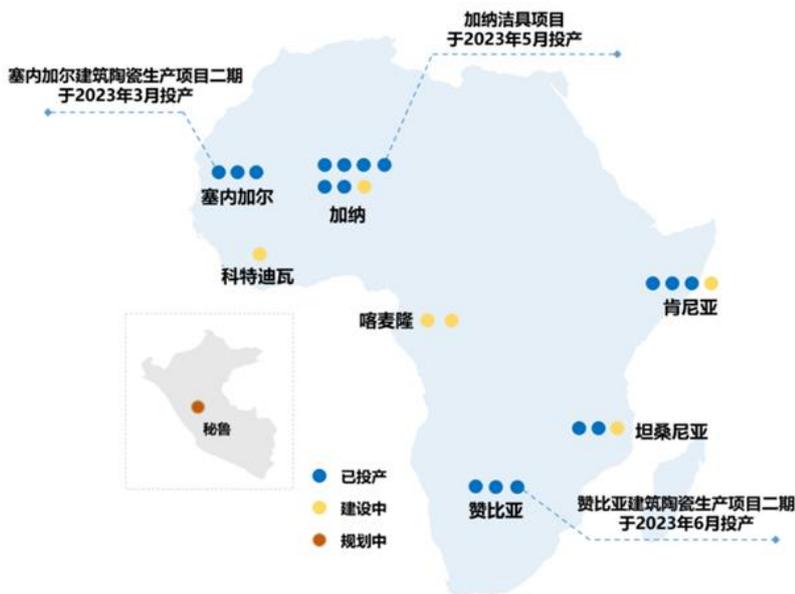
非洲投资，“1+1>2”。非洲瓷砖市场，中资企业双龙头是科达、旺康，除了进入时间比较早以外，还有一个相似的特征：合作共赢。

科达+森大，是非洲经商模式典范。科达制造是一个综合性集团，凭借先进的设备技术，在早期的生产建造中发挥优势。伴随科达在非洲立足的战略合作伙

伴是森大集团，二者 1+1>2。截至 2023H1，科达非洲是合资经营，科达持股 51%、森大集团持股 49%，由科达制造并表。2015 年森大为了解决瓷砖运输成本问题，决定在本土投产，与擅长设备的科达一拍即合，从此展开生产+运行的合作模式、并延续至今。科达非洲的理念是建立“小投资、大产量、低成本、高回报的‘中国制式’建材生产模式”。

森大集团创始于 2000 年，总部广州，是中国最早进入非洲、南美洲等海外市场的民营企业之一，业务覆盖快消品（如洗衣粉/卫生巾/纸尿裤/水饮料）、建材品（瓷砖/卫浴/玻璃）、五金百货（钢筋水泥瓦片/家电）三大领域，在东非、西非、南美、西亚等地区拥有 14 个海外分公司、30 个生产制造基地，中方及外方员工 15000 余人。

图13：科达制造非洲产能布局（截至 2023 年 9 月）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

旺康+博达，坦桑市场的强强联合。旺康集团也是一个综合性集团。2010 年成立，创始人来自温州，2011 年开始在尼日利亚布局陶瓷厂，2022 年可日产 10 万平抛釉砖项目在沙特签约，2023 年 8 月坦桑尼亚第一家浮法玻璃厂点火投产（也是中东非第一家），旺康集团跨度不同国家（主要是非洲+中东），业务覆盖不同建材品类（包括瓷砖、玻璃、造纸等）。旺康与中窑科技在瓷砖窑炉设备方面合作紧密，截至 2022H1 已经开展 5 期战略合作。根据旺康公司官网介绍，旺康在非洲瓷砖产能市占率约 25%，主要分布在尼日利亚、加纳、坦桑尼亚等地。

佛山博达集团是旺康集团在坦桑尼亚的合作伙伴，二者合资成立品牌“Goodwill”，旺康控股 66.5%，市场保留博达的品牌“Goodone”，在产品结构上形成互补。博达集团扎根非洲 20 余年，旗下国际营销平台在非洲主营大

众消费品，例如快消、家电、日用、建材等，制造业务包括化工厂、瓷砖厂、五金工厂、纸尿裤工厂、肥皂工厂等，以及非洲农产品进口到国内和非洲文旅业务。

图14：旺康集团在坦桑尼亚的陶瓷工厂使用机械臂



资料来源：南方周末，民生证券研究院

图15：佛山博达集团制造业务布局



资料来源：博达官网，民生证券研究院

截至 2022 年中，约 15 家中资企业在非洲制造+营销瓷砖，开始布局的时间均在 2010-2019 年。除了 2 家龙头外，其他基本都是单一国家布局。从布局的企业数量角度（单看制造），西非最受青睐，5 个国家 13 家企业（其中尼日利亚获 7 家企业布局），其次是东非 4 个国家 6 家企业，南非 4 个国家 4 家企业，北非没有企业布局产线。

表4：2022 年非洲陶瓷业务布局（中资企业在非洲本地投产）

企业	布局起始时间	布局非洲国家
1 科达+广州森大	2016 年	肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、喀麦隆、科特迪瓦
2 旺康集团	2010 年	尼日利亚、加纳、坦桑尼亚、乌干达
3 时代陶瓷	2014 年	尼日利亚
4 瑞雅实业有限公司 RAYAL INDUSTRIAL (PTY) LTD	2011 年	南非
5 建安陶瓷	2019 年	安哥拉
6 森拓陶瓷厂	2017 年	加纳
7 ARERTI 陶瓷工业有限公司	2017 年	埃塞俄比亚
8 阳光易丰瓷砖	2018 年	津巴布韦生产，销往南非、肯尼亚、赞比亚、莫桑比克、马拉维、马达加斯加和博茨瓦纳
9 帝缘陶瓷	2016 年	埃塞俄比亚
10 皇冠陶瓷	2015 年	尼日利亚
11 万达工业集团	2014 年	赞比亚
12 中洋集团	/	尼日利亚（建尼工业园）
13 董氏集团	/	尼日利亚
14 福建闽清中陶	/	尼日利亚
15 嘉明陶瓷	/	尼日利亚

资料来源：陶城报，民生证券研究院

表5：中资在非洲布局瓷砖业务的分布情况

地区	国家	布局企业数	布局企业
非洲东部	埃塞俄比亚	2	ARERTI、帝缘
	乌干达	1	旺康
	坦桑尼亚	2	科达、旺康
	肯尼亚	1	科达
非洲北部	(无)	0	-
非洲西部	塞内加尔	1	科达
	科特迪瓦	1	科达
	加纳	3	科达、旺康、森拓
	尼日利亚	7	旺康、时代、皇冠、中洋集团、董氏集团、福建闽清中陶、嘉明陶瓷
非洲中部	喀麦隆	1	科达
非洲南部	南非	1	瑞雅实业
	安哥拉	1	建安陶瓷
	津巴布韦	1	阳光易丰
	赞比亚	1	万达工业集团

资料来源：陶城网，民生证券研究院

非洲多国之间关税减免（AfCFTA非洲大陆自贸区协议，已有7个国家执行，2024年全面贸易开始，将有30个国家开始实施），因此以旺康乌干达工厂为例，生产的50%产品销往国外，刚果（金）、卢旺达、布隆迪等周边国家，随着进一步实施AfCFTA，本地工厂辐射的国家会继续扩大，本土建线的近地优势相较于进口会继续扩大（2018年西班牙、中国、印度瓷砖出口量占非洲地区瓷砖进口量超77%）。

2.3 科达海外陶瓷毛利贡献已提升至55%以上

从公司布局看选址思路，基本可以总结为3个条件：①避开非洲传统陶瓷生产地，从产能相对偏少的东部、西部切入，同时满足②原料资源丰富、③地缘政治较稳定。2016年在肯尼亚建设第一条陶瓷产线，成功实现当年建设、当年投产、当年盈利的目标。2017年加纳、坦桑尼亚3条生产线落地投产。

瓷砖产能规划清晰，规模优势持续提升。截至2023Q3，科达相继在5个国家运营6个陶瓷厂、17条生产线，建成后将形成2亿平方米陶瓷产能，满产后逐步实现覆盖撒哈拉以南非洲多个国家的产品需求。

从产到销协同扩展产业链。公司目前在建洁具、玻璃项目，建成后将形成260万件洁具产能、20万吨玻璃产能。

表6：科达制造产线布局（截至 23Q3）

地点	投产时间	主要产品	2022 年产量 (亿㎡)	产能利用率
Keda 肯尼亚	一期	2016 年 11 月	彩釉 彩釉、瓷片、水晶砖	0.287
	二期	2018 年 3 月		
Keda 肯尼亚基苏木	一期	2022 年 6 月	瓷片、彩釉砖	121%
	一期一线	2017 年 6 月	彩釉、耐磨砖	
Keda 加纳	一期二线	2017 年 8 月	抛釉、渗花、仿古砖	0.467
	二期三线	2019 年 9 月	瓷片、彩釉砖	
	三期四线	2021 年 5 月	耐磨砖	
	四期五线	2022 年 6 月	小地砖	
	五期六线	2023 年 10 月		
Keda 坦桑尼亚	一线	2017 年 11 月	彩釉、耐磨砖、瓷片	0.137
	二线	2018 年 3 月	抛釉、渗花、仿古砖	
Keda 塞内加尔	一线	2019 年 7 月	彩釉、耐磨砖	0.238
	二线	2019 年 9 月	瓷片	
	二期三线	2023 年 3 月		
Keda 赞比亚	一线	2021 年 4 月	瓷片、地砖	0.102
	二线	2021 年 4 月		
	二期	2023 年 6 月		
Keda 喀麦隆	一线	在建	瓷片、彩釉、亮光釉	118%
	二线	在建		
Keda 科特迪瓦	一期一线	在建	瓷片、耐磨地砖	

注：红色字体表示在建产线

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7：科达制造洁具、玻璃布局

建材品类	地址 (国家)	投产计划
洁具	肯尼亚	2024 年投产 (计划)
洁具	加纳	2023 年 5 月投产
玻璃	坦桑尼亚	2024 年投产 (计划)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

海外陶瓷毛利率高于公司整体，毛利贡献占主营一半以上。2018 年海外建材毛利率为 31.81%，毛利占公司整体 20.58%，公司总体综合毛利率为 20.57%。23H1 海外建材毛利率达到 43.63%，毛利贡献占比 55.17%，公司总体毛利率提升至 31.77%。

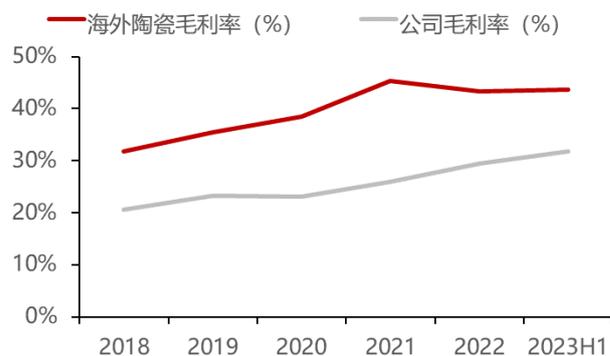
近年来国际物流受阻、海运费用抬高导致非洲瓷砖进口受限，供需失衡引起价格上涨。后续随着国际贸易环境趋于稳定，供需关系缓解，瓷砖单价可能回落。但科达产能爬坡、运营成本的进一步下降，有望减少瓷砖单价的影响。

图16: 2018年-2023H1 海外陶瓷业务营收及其占比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 2018年-2023H1 海外陶瓷业务与公司毛利率



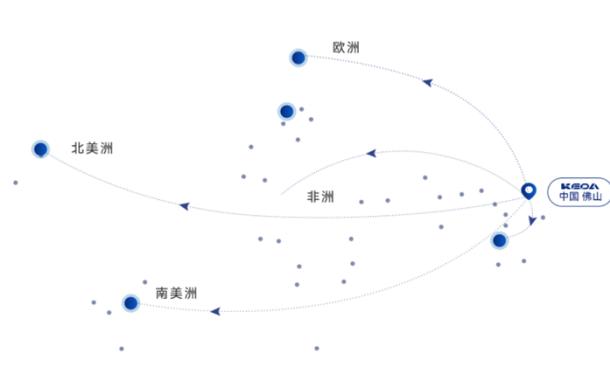
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图18: 2018年-2023H1 海外陶瓷毛利润及其占比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图19: 积极拓展全球版图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

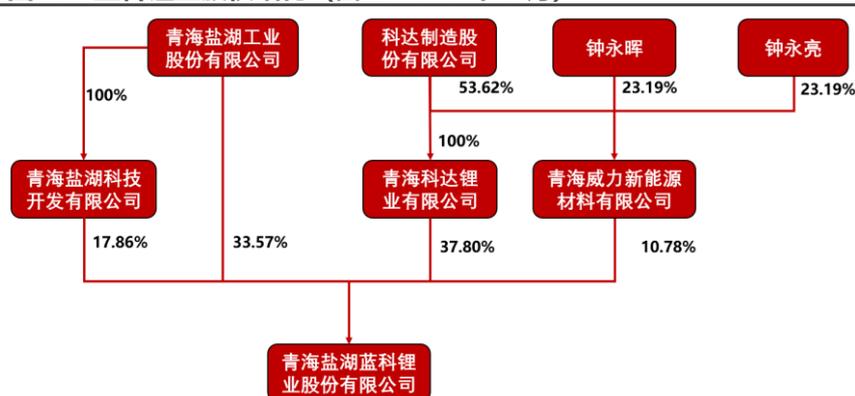
3 战投蓝科锂业，锂电新延伸

3.1 碳酸锂持续贡献现金流+丰厚利润

2017 年科达战略入股蓝科锂业，通过全资子公司合计持股 43.58%。蓝科锂业是国内卤水提锂龙头，主营碳酸锂产品，同时从事其他锂系列产品研究生产。2017 年蓝科锂业碳酸锂产量超过 8000 吨，2023 年产能超过 3 万吨，有望技术改进持续增产。

蓝科的核心优势在于：①**资源禀赋**，其所处地区青海察尔汗盐湖碳酸锂储量位居国内首位，碳酸锂资源优势显著；②**技术带来最优成本**，先进提锂技术与原料高自给率带来巨大的成本优势，例如当前锂辉石提锂成本约 6 万元/吨，锂云母矿提锂成本约 6-8 万元/吨，而蓝科锂业盐湖提锂生产成本约 3 万元/吨（完全成本还包含盐湖股份收取的维护费，费用标准参照碳酸锂市场价格，并结合相关成本因素动态收取）。③**股东国资背景**，蓝科控股股东是盐湖股份，持股 51.42%。

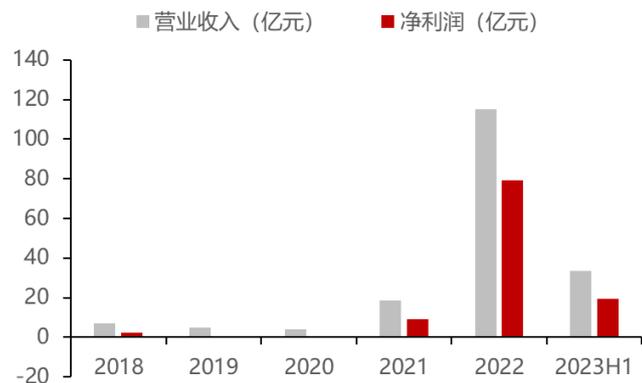
图20：蓝科锂业股权结构（截至 2023 年 9 月）



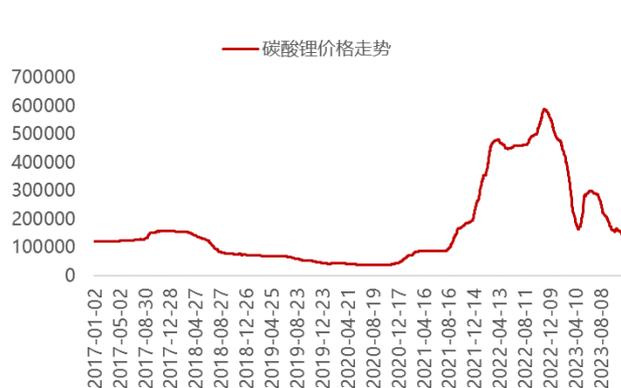
资料来源：wind，民生证券研究院

碳酸锂价格周期波动较为剧烈。2013-2015 年蓝科锂业均处于亏损状态，2016 年实现盈亏逆转盈利 1.35 亿元。科达制造 2017 年入股后，蓝科锂业当年实现营收 7.48 亿元，净利润 4.2 亿元。由于碳酸锂产能过剩，2018 年起价格处于低位。2020 年 12 月，盐湖股份、科达制造增资推进蓝科锂业 2 万吨碳酸锂产能建设，完善锂电业务布局。2022 年受益于锂价高景气，蓝科锂业 2 万吨产能落地，碳酸锂量价齐升，实现净利润 79.16 亿元，为科达贡献超 34.5 亿元净利润，科达投资收益大幅上涨。2023H1 碳酸锂价格下行，得益成本优势，蓝科锂业产销保持稳定，虽然业绩同比承压、但稳定提供投资收益。

当前国内碳酸锂市场供过于求，碳酸锂价格持续走低。关注 2 个价位：①**6-8 万元/吨**，是自有锂矿石企业的生产成本线；②**4-5 万元/吨**，是其余盐水提锂企业生产成本线。蓝科锂业生产成本 3 万元/吨具备成本优势。

图21：2018年-2023H1 蓝科锂业营收与净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：2017年至今碳酸锂价格走势（元/吨）


资料来源：ifind，民生证券研究院

3.2 锂电池材料、锂电设备有序推进

科达 2023H1 实现锂电池材料收入 4.09 亿元，整体占比 8.6%。公司于 2015 年进入锂电池负极材料领域，以子公司福建科达新能源、安徽新材料为经营主体，目前已形成“石墨化-人造石墨-硅碳负极”的负极材料产业链布局，以储能电池领域应用为主。

产能方面，23H1 福建科达新能源一期 1 万吨/年人造石墨产线已成功达产，综合安徽基地整体具备 4 万吨/年石墨化、2 万吨/年人造石墨、1000 吨/年硅碳负极、500 吨/年碳酸锂的产能布局。在建产能包括福建科达新能源一期增产技改项目、福建二期与重庆三期合计年产 10 万吨人造石墨产能。

锂电设备方面，科达 2022 年通过子公司全面开启核心机械设备的锂电行业配适性应用，主要基于锂电材料的烧结环节，为正极材料、负极材料的生产以及锂云母提锂提供烧结装备等。锂电设备增量空间主要来自，装备更新迭代适应新需求、旧产线升级改造。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

(1) 建材机械：

2023H1 建材机械毛利率较去年同期提升，主因利润较高的海外订单占比提升。建材机械业务营收方面，公司表示比起追求收入规模，更关注盈利水平，将会对业务订单进行取舍，且参考 2023 年半年报情况，我们预计 2023 年收入同比增速为-25%。

当前，公司正在开展包括耗材配件、运营、承包等的全方位服务，改善技术工艺，进行智能化、数字化改造，提升竞争力。同时，国际贸易逐步恢复，公司也在建立全球销售网络，加快海外市场的发展，我们预计 2024-25 年机械业务收入同比增速将均为 10%。公司持续提升业务和产品质量、积极拓展海外市场，我们认为业务毛利率将逐渐优化，预计毛利率分别为 26.5%、26.5%、27%。

(2) 海外建材：

非洲瓷砖需求较为旺盛，公司在海外积极布局陶瓷、洁具等建材项目，我们看好海外建材业务的增长空间。但是随着国际贸易物流逐渐恢复正常，部分超额利润产品可能会减少，未来几年内毛利率可能会出现暂时性回落。我们预计 2023-25 年该业务的收入增速分别为 25%、30%、30%，毛利率分别为 42%、40%、38%。但长期来看，非洲本土的消费升级，我们看好高毛利品种未来的占比提升。

(3) 锂电池材料：

当前，行业产能呈现结构性调整，锂电材料经营面临周期性压力，因此我们预计 2023 年该业务收入将有所下滑，同比增速为-15%，毛利率为 17%。但公司正在进行规模化产能建设、逐步提升工艺技术，随着产能和技术的升级、行业发展回暖，我们认为未来该业务营收将稳步增长，2024-25 年收入增速均为 10%，毛利率维持在 17%的水平。

(4) 清洁环保设备：

近几年一直处于业务收缩、资产处置状态，不再增加投入。我们预计 2023-25 年收入增速分别为-40%、-50%、-100%，毛利率参考往年维持在 10%的水平。

(5) 其他：

预计 2023-25 年融资租赁、其他装备、其他业务将维持既有的收入规模和毛利率水平。

表8: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
建材机械					
收入 (百万元)	5764	5608	4206	4626	5089
YoY	53%	-3%	-25%	10%	10%
毛利率	20.49%	26.00%	26.50%	26.50%	27.00%
海外建材					
收入 (百万元)	2345	3276	4095	5323	6920
YoY	31%	40%	25%	30%	30%
毛利率	45.37%	43.33%	42.00%	40.00%	38.00%
锂电池材料					
收入 (百万元)	432	1210	1028	1131	1244
YoY	-1%	180%	-15%	10%	10%
毛利率	15.16%	16.46%	17.00%	17.00%	17.00%
清洁环保设备					
收入 (百万元)	837	696	418	209	0
YoY	-13%	-17%	-40%	-50%	-100%
毛利率	10.97%	11.05%	10.00%	10.00%	10.00%
融资租赁					
收入 (百万元)	69	53	53	53	53
YoY	0%	-23%	0%	0%	0%
毛利率	78.77%	80.70%	80.00%	80.00%	80.00%
其他装备					
收入 (百万元)	336	305	305	305	305
YoY	-7%	-9%	0%	0%	0%
毛利率	24.67%	27.95%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务					
收入 (百万元)	14	10	10	10	10
YoY	51%	-29%	0%	0%	0%
毛利率	38.43%	39.25%	39.00%	39.00%	39.00%
合计					
收入 (百万元)	9797	11157	10114	11657	13621
YoY	33%	14%	-9.3%	15.3%	16.8%
毛利率	25.97%	29.45%	31.38%	31.66%	31.85%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

根据公司业务属性, 我们选择从事陶瓷建材的蒙娜丽莎、东鹏控股, 以及同为蓝科锂业股东的盐湖股份作为可比公司。截至 2023 年 12 月 12 日收盘数据, 可比公司对应 2023-25 年平均 PE 分别为 11x、9x 和 8x。科达制造 2023-2025 年 PE 分别为 8、8 和 7 倍, 低于可比公司平均水平。

我们看好公司纵深陶瓷产业链并积极布局非洲，出海挖掘高增长红利，同时延伸锂电业务新增增长极，我们预计 2023-25 年公司整体营收分别为 101.14、116.57、136.21 亿元，同比增速分别为-9.3%、15.3%、16.8%；归母净利润分别为 23.36、25.33 和 27.14 亿元，同比增速分别为-45.1%、8.4%、7.1%，对应 12 月 12 日收盘价 PE 分别为 8、8 和 7 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

表9：可比公司估值预测

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002918.SZ	蒙娜丽莎*	13.98	-0.92	1.28	1.61	1.94	/	11	9	7
003012.SZ	东鹏控股*	8.45	0.17	0.72	0.88	1.04	46	12	10	8
000792.SZ	盐湖股份*	15.82	2.86	1.61	1.89	2.11	8	10	8	7
	均值						27	11	9	8
600499.SH	科达制造	10.07	2.18	1.20	1.30	1.39	5	8	8	7

资料来源：wind，民生证券研究院预测

(注：股价为 2023 年 12 月 12 日收盘价；带*数据采用 wind 一致预期)

5 风险提示

(1) 非洲产线新增量过多的风险。若非洲的陶瓷、洁具、玻璃等新增建材产线、供给量过多，市场竞争激烈可能会导致产品单价下降，将带来利润空间减小的风险；

(2) 国内建材机械需求不及预期的风险。当前公司的建材机械业务占营收比重仍较大，若国内市场的建材机械需求快速下降，公司将面临主营业务收入下滑的风险；

(3) 碳酸锂价格波动的风险。若碳酸锂价格波动剧烈，蓝科锂业的营收和盈利情况将受到影响，进而影响到公司的投资收益和利润水平。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,157	10,114	11,657	13,621
营业成本	7,872	6,941	7,966	9,283
营业税金及附加	58	51	59	69
销售费用	552	607	699	817
管理费用	797	704	812	949
研发费用	326	354	408	482
EBIT	1,575	1,558	1,829	2,157
财务费用	52	106	161	167
资产减值损失	22	0	0	0
投资收益	3,865	2,023	2,098	2,043
营业利润	5,405	3,470	3,761	4,026
营业外收支	-93	-30	-30	-30
利润总额	5,313	3,440	3,731	3,996
所得税	111	103	112	120
净利润	5,202	3,337	3,619	3,876
归属于母公司净利润	4,251	2,336	2,533	2,714
EBITDA	1,971	1,984	2,330	2,739

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,797	5,380	4,891	4,849
应收账款及票据	1,666	1,798	2,072	2,422
预付款项	272	406	466	543
存货	3,242	3,147	3,612	4,209
其他流动资产	1,929	1,821	1,480	1,639
流动资产合计	11,906	12,553	12,522	13,662
长期股权投资	3,119	5,142	7,240	9,284
固定资产	3,131	3,729	4,385	5,035
无形资产	867	865	861	857
非流动资产合计	9,246	12,389	15,113	17,775
资产合计	21,152	24,941	27,635	31,436
短期借款	1,006	1,006	1,006	1,006
应付账款及票据	2,215	1,911	2,193	2,556
其他流动负债	2,809	2,708	2,217	2,557
流动负债合计	6,030	5,626	5,417	6,119
长期借款	1,490	4,377	4,377	4,377
其他长期负债	301	268	268	268
非流动负债合计	1,791	4,645	4,645	4,645
负债合计	7,821	10,271	10,062	10,764
股本	1,948	1,948	1,948	1,948
少数股东权益	1,943	2,944	4,030	5,193
股东权益合计	13,332	14,671	17,573	20,672
负债和股东权益合计	21,152	24,941	27,635	31,436

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.89	-9.35	15.26	16.85
EBIT 增长率	37.32	-1.10	17.40	17.91
净利润增长率	322.66	-45.05	8.45	7.12
盈利能力 (%)				
毛利率	29.45	31.38	31.66	31.85
净利润率	38.10	23.09	21.73	19.92
总资产收益率 ROA	20.10	9.37	9.17	8.63
净资产收益率 ROE	37.33	19.92	18.70	17.53
偿债能力				
流动比率	1.97	2.23	2.31	2.23
速动比率	1.20	1.37	1.39	1.30
现金比率	0.80	0.96	0.90	0.79
资产负债率 (%)	36.97	41.18	36.41	34.24
经营效率				
应收账款周转天数	52.05	62.49	62.49	62.49
存货周转天数	150.31	165.49	165.49	165.49
总资产周转率	0.60	0.44	0.44	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	2.18	1.20	1.30	1.39
每股净资产	5.84	6.02	6.95	7.94
每股经营现金流	0.51	0.51	0.98	1.13
每股股利	0.68	0.37	0.40	0.43
估值分析				
PE	5	8	8	7
PB	1.7	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.96	10.88	9.27	7.89
股息收益率 (%)	6.75	3.65	3.96	4.24

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5,202	3,337	3,619	3,876
折旧和摊销	395	426	501	582
营运资金变动	-984	-949	-377	-480
经营活动现金流	997	996	1,905	2,197
资本开支	-912	-1,329	-1,160	-1,236
投资	-105	311	0	0
投资活动现金流	786	-1,320	-694	-1,236
股权募资	1,319	0	0	0
债务募资	37	3,103	-755	0
筹资活动现金流	215	907	-1,699	-1,005
现金净流量	2,049	583	-489	-43

插图目录

图 1: 科达制造历史沿革	4
图 2: 科达制造股权结构 (截至 2023 年 9 月)	5
图 3: 2015 年至 23Q1-3 公司营收及增速	6
图 4: 2015 年至 23Q1-3 公司归母净利及增速	6
图 5: 公司毛利率、销售净利率 (%)	6
图 6: 公司各项费用率情况 (%)	6
图 7: 2015-2023H1 公司分业务营收占比 (%)	7
图 8: 2018-2023H1 公司各业务毛利率情况 (%)	7
图 9: 非洲人口总数表现 (单位: 亿人)	9
图 10: 非洲拥有 38 个沿海国家	9
图 11: 2012-2021 非洲瓷砖总消费量与人均消费量	10
图 12: 2008-2017 年非洲瓷砖行业生产消费表现 (百万平方米)	10
图 13: 科达制造非洲产能布局 (截至 2023 年 9 月)	14
图 14: 旺康集团在坦桑尼亚的陶瓷工厂使用机械臂	15
图 15: 佛山博达集团制造业务布局	15
图 16: 2018 年-2023H1 海外陶瓷业务营收及其占比	18
图 17: 2018 年-2023H1 海外陶瓷业务与公司毛利率	18
图 18: 2018 年-2023H1 海外陶瓷毛利润及其占比	18
图 19: 积极拓展全球版图	18
图 20: 蓝科锂业股权结构 (截至 2023 年 9 月)	19
图 21: 2018 年-2023H1 蓝科锂业营收与净利润	20
图 22: 2017 年至今碳酸锂价格走势 (元/吨)	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2022 年非洲主要国家与世界部分国家人口增速对比	8
表 2: 2017 年非洲本地陶瓷产线一 (并非中国企业)	12
表 3: 2017 年非洲陶瓷产线二 (中资企业在非洲本地建厂投产)	13
表 4: 2022 年非洲陶瓷业务布局 (中资企业在非洲本地投产)	15
表 5: 中资在非洲布局瓷砖业务的分布情况	16
表 6: 科达制造产线布局 (截至 23Q3)	17
表 7: 科达制造洁具、玻璃布局	17
表 8: 公司营收拆分-假设表	22
表 9: 可比公司估值预测	23
公司财务报表数据预测汇总	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026