

科达制造 (600499)

领先掘金非洲建材蓝海，陶机主业仍具成长空间 买入 (首次)

2024年06月19日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

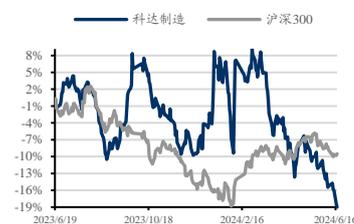
yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	11157	9696	11761	13424	15297
同比 (%)	13.89	(13.10)	21.30	14.15	13.95
归母净利润 (百万元)	4251	2092	1711	2026	2327
同比 (%)	322.66	(50.79)	(18.20)	18.39	14.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.22	1.09	0.89	1.06	1.21
P/E (现价&最新摊薄)	4.02	8.17	9.99	8.43	7.34

投资要点

- 全球陶机领先企业，产业链延伸+海外布局贡献增长点。** (1) 公司发展历经初创 (1992-2002 年)、快速发展 (2003-2012 年)、国际化及全面提升阶段 (2013 年至今); 公司多次定增, 进行股权激励、员工持股等, 股权结构较分散。 (2) 陶机业务为公司生存之本, 近年来积极开拓海外建材、锂电业务, 形成第二增长曲线, 16-22 年营收复合 CAGR 为 16.9%, 归母净利润 CAGR 为 55.3% (16-21 年归母净利润复合 CAGR 为 27.1%, 22 年蓝科锂业确认投资收益较多导致归母净利润大幅增长 322.7%); 23 年公司业绩承压, 营收/归母净利润分别同比-13.1%/-50.8%, 其中机械产品/海外建材/负极材料营收分别同比-20%/+12%/-39%, 占比分别为 46%/38%/8%; 参股公司蓝科锂业受碳酸锂价格大幅波动影响业绩下滑, 投资收益同比减少 21.6 亿元。
- 推进“大建材”战略，掘金非洲蓝海市场。** (1) 亚撒哈拉地区人口进入红利期, 城镇化进程加速; 近年来非洲瓷砖需求高速增长, 2022 年产量/消费量达到 10.4/12.4 亿平, 城镇化率提升一方面将促进市政及交通等基础设施建设, 带来公共区域的路面、外墙瓷砖铺贴等需求, 住宅需求的爆发也将带来家装的瓷砖需求; 预计 2025/2030 年非洲瓷砖消费量将达到 14.9/19.9 亿平, 对应市场规模分别为 396/567 亿元。 (2) 公司自 2015 年开始海外建材业务布局, 具备渠道优势、生产和技术优势、资金优势、属地化管理优势, 海外建材业务整体效突出, 营收从 2017 年的 8329 万元提升至 2023 年的 36.6 亿元, 6 年 CAGR 达 87.8%, 对主营业务营收的贡献跃升至 37.7%; 截至 2024 年 3 月, 公司已在非洲 5 国建设并运营 6 个生产基地的 17 条建筑陶瓷生产线, 且进一步横向扩展了洁具、玻璃建材品类, 计划形成 80%建筑陶瓷、5%洁具、15%建筑玻璃的业务结构, 在 5 年内实现百亿营收。
- 全球陶机龙头，转型全方位服务商。** (1) 国内建筑陶瓷需求迈入存量时代, 预计未来国内陶机需求的主要驱动因素将来自于陶机产品更新换代、能耗双控下的存量产线改造、以及终端产品迭代带来的产线更新机会; (2) 公司是全球领先的建筑陶瓷机械龙头, 截止 2023 年底拥有 3 大知名陶机品牌和 13 个生产制造基地, 具备“整厂整线”制造能力; 2023 年建材机械业务实现营收 44.8 亿元, 同比-20.2%, 实现毛利率 28.4%, 同比提升 2.4pct, 主要受益于海外业务的开展; 未来机械业务的增量一方面将来源于海外市场, 另一方面将来自于产业链上配件耗材业务的补充。
- 负极材料深度绑定下游客户，战投蓝科锂业获得正向投资收益。** (1) 公司生产的负极材料主要面向储能电池领域的企业, 目前已初步具备规模化产能, 且全工序综合制造成本已经具备一定的竞争力; 2023 年负极材料市场整体量增价减导致公司锂电材料业务在销量同比+152.3%的同时营收同比-38.9%, 公司技术管理两手抓, 未来业务规模和产品竞争力均有望实现提升; (2) 公司战投蓝科锂业步入收获期, 虽然碳酸锂价格虽然承压, 但未来仍有望持续贡献正向投资收益。
- 盈利预测与投资评级:** 科达制造是全球陶瓷机械设备龙头, 近年来转型整厂整线供应商, 发力海外市场, 并布局耗材、配件等品类, 提升建材机械业务成长性的同时平滑周期波动; 此外, 公司开展海外建材业务, 受益于非洲人口红利及城镇化率提升, 将为公司业绩增长提供动能。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.1/20.3/23.3 亿元, 6 月 18 日收盘价对应市盈率分别为 10.0/8.4/7.3 倍, 公司 PE (TTM)、6 月 18 日收盘价对应 24-26 年市盈率均低于可比公司平均水平, 基于公司三大主业的成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 海外建材业务竞争加剧的风险; 国内陶瓷机械需求进一步下滑的风险; 业务开展所在国货币贬值的风险; 碳酸锂价格波动的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.91
一年最低/最高价	8.87/12.50
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	17,088.10
总市值(百万元)	17,088.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.03
资产负债率(%,LF)	41.79
总股本(百万股)	1,917.86
流通 A 股(百万股)	1,917.86

相关研究

内容目录

1. 全球陶机领先企业，产业链延伸+海外布局贡献增长点	5
1.1. 公司简介：陶机制造业务起家，构筑多元业务格局.....	5
1.2. 经营情况概览：海外建材业务稳健增长，业绩受国内房地产下行+锂价影响短期承压 ..	7
2. 海外建材业务：推进“大建材”战略，掘金非洲蓝海市场	12
2.1. 非洲城镇化进程加速，推动建筑材料需求.....	12
2.2. 借力渠道+资金优势，紧抓非洲瓷砖需求增长机遇	16
3. 建材机械业务：全球陶机龙头，转型全方位服务商	22
3.1. 国内瓷砖产能进入存量时代，双碳要求带来更新换代需求.....	22
3.2. 陶机业务为公司传统优势主业，横向开拓海外市场+纵向延伸产业链获取增量	24
4. 新能源业务：负极材料深度绑定下游客户，战投蓝科锂业获得正向投资收益	28
5. 盈利预测与投资评级	30
6. 风险提示	32

图表目录

图 1:	科达制造发展历程.....	5
图 2:	科达制造股权结构 (截至 2024 年一季报)	6
图 3:	科达制造主要业务架构.....	8
图 4:	科达制造全球业务版图情况.....	8
图 5:	公司分年度收入及利润变动情况.....	9
图 6:	公司分季度收入及利润变动情况.....	9
图 7:	公司毛利率及销售净利率情况.....	9
图 8:	公司主营业务收入整体、分产品营收同比增速.....	11
图 9:	公司期间费用规模及费率变动情况.....	11
图 10:	公司分季度各项期间费用率情况.....	11
图 11:	公司带息债务及资产负债率情况.....	12
图 12:	公司经营/投资/筹资活动现金流情况	12
图 13:	全球、中国及撒哈拉以南非洲地区人口增速情况.....	12
图 14:	撒哈拉以南非洲 15-64 岁人口占比情况	12
图 15:	撒哈拉以南非洲地区及各国人口增速情况 (2022 年)	13
图 16:	全球及各地区人口增速预测 (%)	13
图 17:	全球、中国及撒哈拉以南非洲地区城镇化率情况.....	14
图 18:	撒哈拉以南非洲地区 GDP 总量及增速.....	14
图 19:	撒哈拉以南非洲地区居民人均消费支出及增速.....	14
图 20:	非洲瓷砖产量、消费量情况 (亿平)	15
图 21:	非洲瓷砖进口依赖度整体呈下降趋势.....	15
图 22:	非洲及中国人均瓷砖消费量情况 (平方米)	15
图 23:	公司海外建材经营主体 Tilemaster 股权架构 (2020 年 3 月)	17
图 24:	公司在非洲开展业务的主要建材品牌 Twyford.....	17
图 25:	森大集团全球业务版图.....	18
图 26:	公司海外建材整体产能布局情况.....	20
图 27:	中国陶瓷产业链全景图.....	22
图 28:	全国建筑陶瓷产量及同比增速情况.....	23
图 29:	国内建筑陶瓷前十大产区年产能情况 (亿平)	23
图 30:	2020-2022 年分品类瓷砖产能情况	24
图 31:	公司拥有科达、力泰、唯高三大建材机械品牌.....	24
图 32:	公司具备“整厂整线”制造能力	25
图 33:	公司建材机械业务营收及同比增速.....	27
图 34:	公司建材机械业务毛利率.....	27
图 35:	建材机械业务境内外营收及同比变动情况.....	27
图 36:	建材机械业务整体及境内外毛利率情况.....	27
图 37:	公司锂电材料业务营收及同比变动情况.....	29
图 38:	公司锂电材料业务毛利率情况.....	29
图 39:	蓝科锂业股权结构 (截至 2024 年一季度末)	29
图 40:	国内碳酸锂价格走势 (元/吨)	30
图 41:	蓝科锂业归母净利润情况.....	30

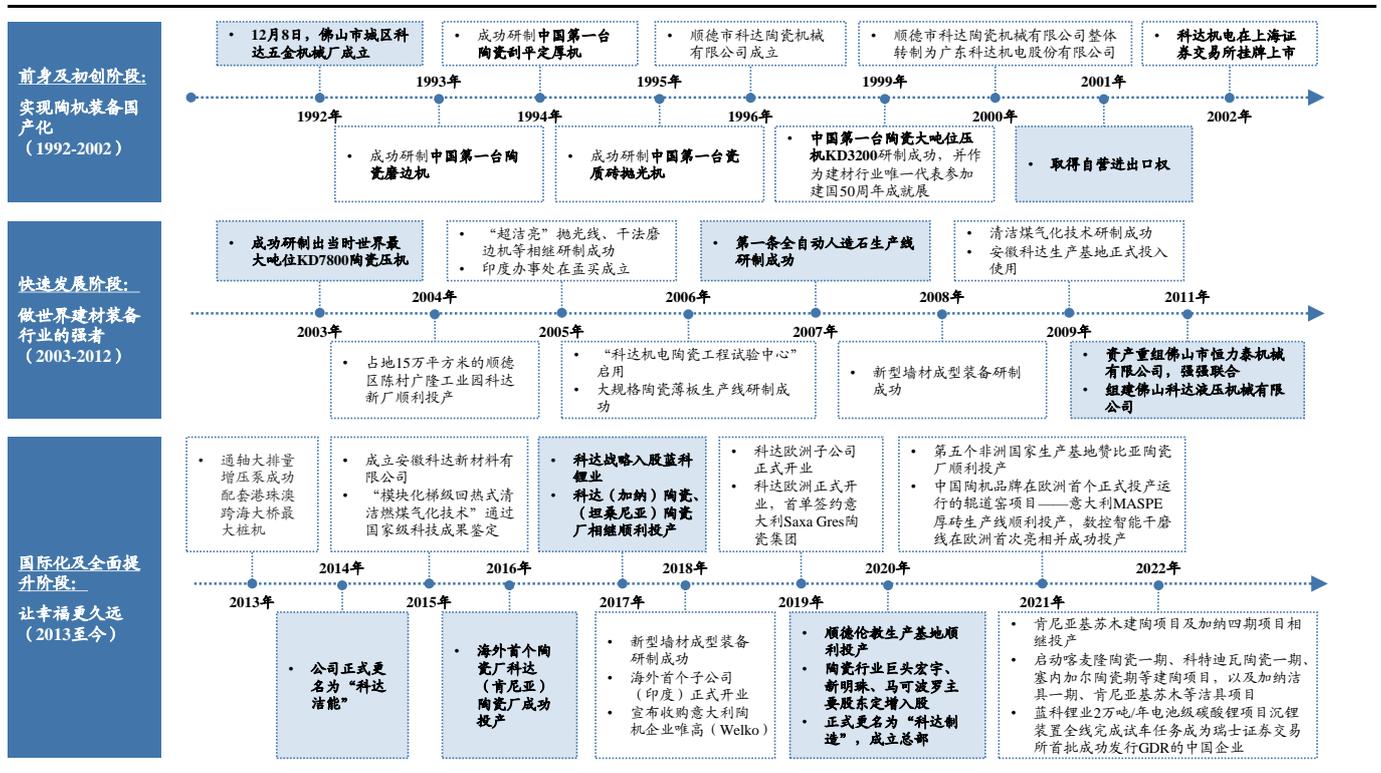
表 1:	公司股权激励及员工持股计划概况.....	6
表 2:	公司主要董事及高管履历.....	7
表 3:	公司主营业务整体毛利率, 分产品毛利率、营收占比情况.....	10
表 4:	非洲瓷砖市场空间预测.....	16
表 5:	公司海外建材业务开拓事件.....	16
表 6:	公司海外建材经营指标一览.....	19
表 7:	科达制造瓷砖产线布局情况 (截至 2024 年 3 月)	21
表 8:	科达制造玻璃、洁具产线投资情况 (截至 2024 年 3 月)	21
表 9:	公司机械装备主要产品产销量情况.....	25
表 10:	全球陶瓷前十大消费国销量及市占率情况.....	26
表 11:	公司锂电材料及装备经营主体简介.....	28
表 12:	公司盈利预测简表.....	31
表 13:	可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 6 月 18 日)	32

1. 全球陶机领先企业，产业链延伸+海外布局贡献增长点

1.1. 公司简介：陶机制造业务起家，构筑多元业务格局

科达制造是全球领先的陶瓷机械设备企业，近年来逐步完成从设备制造商到整厂整线供应商的转变，且进一步发力海外建材业务。科达制造前身佛山市城区科达五金机械厂成立于1992年，2002年在上交所挂牌上市，发展历经前身及初创阶段（1992-2002年）、快速发展阶段（2003-2012年）以及国际化及全面提升阶段（2013年至今）。公司以陶瓷机械业务起家，经过30余年的发展，实现了从单一设备供应商向整厂整线服务商的转变，目前已经成为亚洲第一、全球第二的建筑陶瓷机械供应商，且近年来逐渐将业务范围以非洲为触点延伸至下游建筑陶瓷领域，开展海外建材业务，并通过收购漳州巨铭、战投蓝科锂业等举措跨界锂电行业，实现业务全球化、多元化发展。

图1：科达制造发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

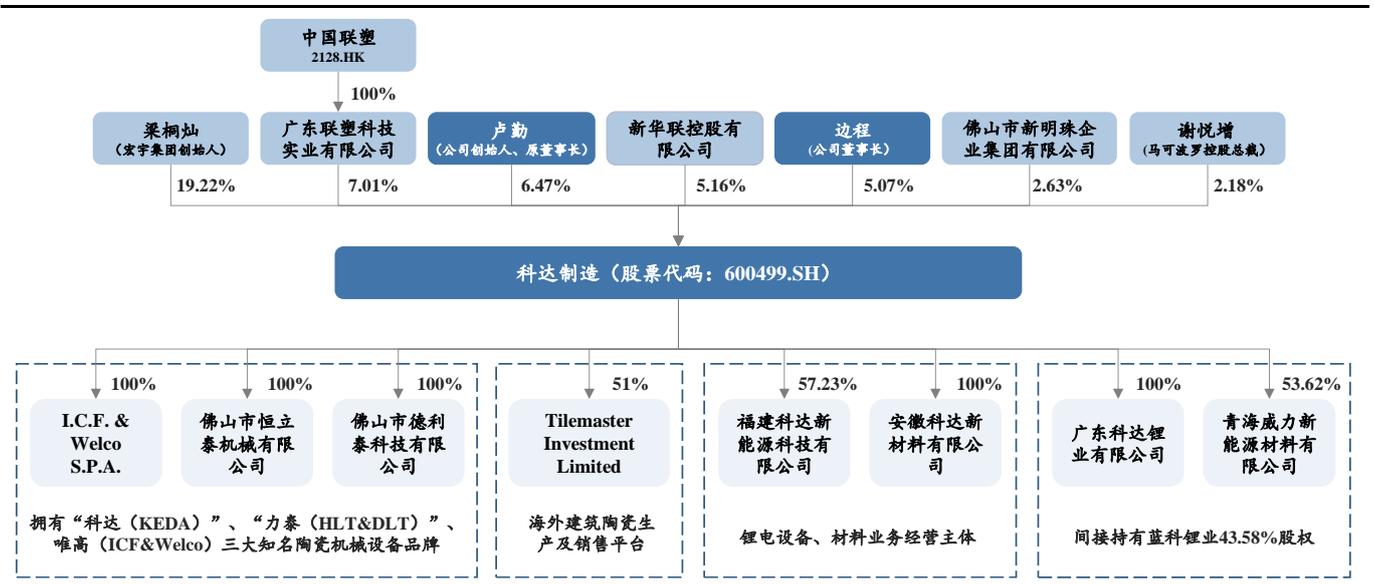
公司多次定增引入战投，股权结构较分散，子公司业务布局清晰；且上市以来实施2次股权激励+2次员工持股，激励通道顺畅，与人才深度绑定。

股东方面，公司股权结构较分散，采取非家族制的管理方式，无实际控制人，截至2024年一季度末，公司第一大股东为宏宇集团创始人、董事长梁桐灿（持股比例19.2%），为公司2015-2020年间通过多次定增引入的战略投资者，同时宏宇集团旗下的陶瓷企业也是公司建陶机械下游的重要客户；第二大股东为中国联塑子公司广东联塑（持股比例7.0%），自2023年1月以来多次增持公司股份，双方有望未来在海外建材市场开展合

作；此外，公司通过二级市场定增等方式还引入了包括新华联控股、佛山新明珠、马可波罗在内的多个战投，显示出对于公司长远发展的信心。此外，在员工持股方面，公司创始人、原董事长卢勤持股比例达 6.5%，现董事长边程持股比例达 5.1%，且公司上市以来通过 2 次股权激励+2 次员工持股计划，深度绑定公司骨干及优秀员工。

子公司方面，ICF&Welco、佛山市恒立泰、德利泰为公司传统建材机械板块的经营主体，拥有科达、力泰、唯高三大行业知名陶瓷机械设备品牌；Tilesmaster 为公司和森大集团成立的合资公司，公司通过持股平台在每个国家设立项目公司，进行海外建材业务的开展；此外，安徽科达新材料、福建科达新能源为公司锂电设备及材料业务的经营主体，且截至 2024 年一季度末公司通过广东科达锂业和青海威力间接持有蓝科锂业 43.58% 股权。

图2: 科达制造股权结构 (截至 2024 年一季报)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1: 公司股权激励及员工持股计划概况

名称	实施日	规模 (万元)	持股数量 (万股)	占总股本 (%)	激励人数
2007 年股权激励	2008/2/5	4,625	1030	6.90	22
2012 年股权激励	2012/3/9	38,727	3900	6.17	352
2016 年员工持股计划	2016/7/18	8,567	522	0.74	161
2020 年员工持股计划	2021/2/9	8,623	4,311	2.28	154

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司采用职业经理人制度，高管各司其职分工明确。公司管理层架构与业务开展紧密结合，其中董事长边程负责集团整体的战略规划，三位执行董事分别管理公司陶瓷机械（董事、总经理杨学先）、海外建材（董事沈延昌）、锂电材料（董事张仲华）业务，另有四位大股东提名的非执行董事以及四位独立董事提供专业判断及行使监督职能，管理团队组织架构合理，业务开展井然有序。

表2: 公司主要董事及高管履历

姓名	职务	履历情况
边程	董事长	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1964年出生, 工商管理硕士, 高级经济师。 1998年加入公司, 至2012年8月任公司董事, 总经理。 2012年8月至今任公司董事长, 现兼任佛山市恒力泰机械有限公司执行董事, 广东科达液压技术有限公司董事长, Keda Holding(Mauritius) Limited 董事, Tilemaster Investment Limited 董事, 佛山市企业联合会会长, 佛山市企业家协会会长, 佛山市陶瓷行业协会常务副会长。
张建	副董事长	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1973年出生, 工商管理硕士。 2002年4月起历任新华联集团战略投资部总监, 证券投资部总监, 上市公司部总监。 2018年9月至今任公司副董事长, 现兼任新华联集团有限公司董事, 新华联控股有限公司高级副总裁。
杨学先	董事, 总经理	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1969年出生, 焊接工艺及设备专业, 本科学历, 机械高级工程师。 1992年加入佛山市陶瓷机械制造总厂(科达制造全资子公司佛山市恒力泰机械有限公司前身), 历任佛山市恒力泰机械有限公司销售部经理, 营销总监, 总经理。 于2020年4月, 5月至今分别任公司总经理, 董事, 现兼任佛山市恒力泰机械有限公司总经理, 佛山市科达机电有限公司执行董事, Keda Europe S.R.L 董事, I.C.F.&Welko S.P.A 董事。
沈延昌	董事	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1973年出生, 工商管理硕士。 曾就职于黑龙江国防经济技术开发中心, 尼日利亚通用钢铁有限公司, 广州奥柯耶经贸有限公司, 广州市森大贸易有限公司。 2018年9月至今任公司董事, 现兼任森大集团有限公司董事长。
张仲华	董事	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1962年出生, 系统分析专业, 硕士研究生。 曾就职于国家发展与改革委员会, 壳牌(中国)有限公司, 重庆东银能源集团, 启迪桑德环境资源股份有限公司。 2020年5月至今任公司董事, 兼任子公司安徽科达机电有限公司董事长, 青海盐湖蓝科锂业股份有限公司董事长。
陈旭伟	董事	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1970年出生, 浙江大学会计学本科, 管理学学士。 现任广东宏宇集团有限公司财务总监。
邓浩轩	董事	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1988年出生, 中山大学会计学硕士, 注册管理会计师。 现任广东宏宇集团有限公司投资部副总监。
曾飞	副总裁, 财务负责人	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1975年出生, 大专学历, 中国注册会计师。 2002年加入公司, 曾任公司董事会秘书。 2009年8月至2018年9月, 2020年10月至今任公司财务负责人, 2015年5月至今任公司副总裁, 现兼任安徽科达洁能股份有限公司董事, 安徽信成融资租赁有限公司董事, 安徽科达投资有限公司执行董事及总经理, 青海科达锂业有限公司执行董事及总经理, 佛山市恒力泰机械有限公司监事, 青海盐湖蓝科锂业股份有限公司监事。
周鹏	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1963年出生, 工学博士。 2002年加入公司, 曾任公司董事长助理, 深加工事业部总经理, 董事, 董事会秘书。 现任公司副总裁, 兼任安徽科达洁能股份有限公司董事, 福建科华石墨科技有限公司董事, 广东省建筑材料行业协会副秘书长, 广东省机械工程学会副理事长, 佛山市机械工程学会副理事长, 顺德区机械装备制造业商会副会长。
李跃进	副总裁, 董事会秘书	<ul style="list-style-type: none"> 男, 1986年出生, 理学硕士。 2017年加入公司, 曾任北大纵横咨询集团高级咨询顾问及项目经理, 雅士利国际控股有限公司董事会秘书及投资负责人, 历任公司董事助理, 战略投资总监。 现任公司董事会秘书, 兼任安徽科达机电股份有限公司董事, 青海盐湖蓝科锂业股份有限公司董事, 广东科达液压技术有限公司董事, Keda Holding (Mauritius) Limited 董事, Tilemaster Investment Limited 董事, 福建科达新能源科技有限公司监事, 安徽科达投资有限公司监事等。

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

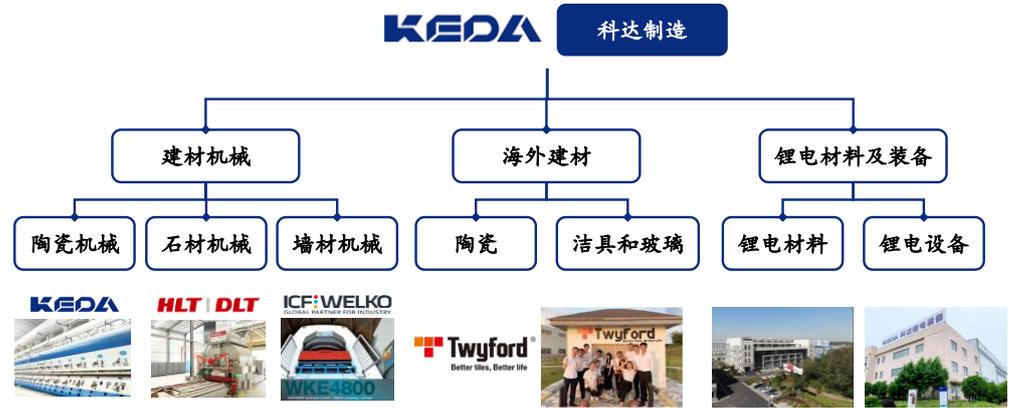
1.2. 经营情况概览: 海外建材业务稳健增长, 业绩受国内房地产下行+锂价影响短期承压

陶机业务为公司生存之本, 近年来积极开拓海外建材、锂电业务, 形成第二增长曲线。陶瓷机械、海外建材、锂电材料及设备为公司目前的三大主要收入来源。陶瓷机械业务方面, 科达制造以陶机业务为发展基石, 目前已形成“科达”、“力泰”、“唯高”三个品牌, 产品线覆盖原料制备、压制成型、干燥烧成、深加工、分拣包装、仓储物流等装备, 并提供陶瓷整厂整线交钥匙工程; 海外建材业务方面, 公司相继在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚五国建设多个陶瓷生产基地, 且根据终端需求横向扩展品类, 形成陶瓷+洁具+玻璃的品类结构; 锂电业务方面, 公司于2015年开始进入锂电池负极材料领域, 目前形成了“石墨化-人造石墨-硅碳负极”的负极材料产业链布局; 并

于 2017 年公司通过参股蓝科锂业，布局碳酸锂深加工及贸易等相关业务。

此外，公司此前为解决下游陶瓷厂高能耗、高污染问题，自行研发生产煤制气技术和装备并基于此开展了洁能环保业务，近几年基于聚焦主营业务的战略调整开始收缩这一部分业务，后续环保装备业务会倾向于向新能源方向转型。

图3：科达制造主要业务架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司深耕海外市场，以国际视野布局全球。公司总部位于佛山，在国内拥有佛山、安徽、福建等多个生产基地，且近年来紧跟国家“一带一路”倡议，相继成立了印度、土耳其等子公司，收购意大利陶机企业唯高并组建科达欧洲。同时，公司在非洲“与优势海外合作伙伴合资建厂+整线销售+技术工艺服务”战略逐步落地，相继投建了肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚六个陶瓷生产基地，以建陶为基础逐步拓展至洁具、玻璃等大建材品类；截止 2022 年底，公司业务覆盖全球五大洲的 60 多个国家和地区，在全球各地设有 3000 余个销售网点，持续深化全球化布局，深度挖掘海外市场增量。

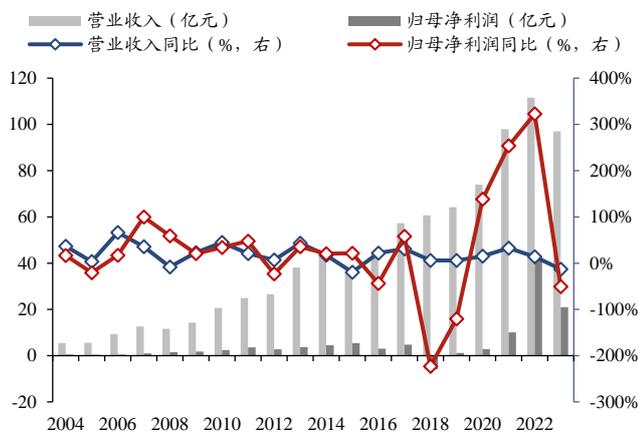
图4：科达制造全球业务版图情况



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

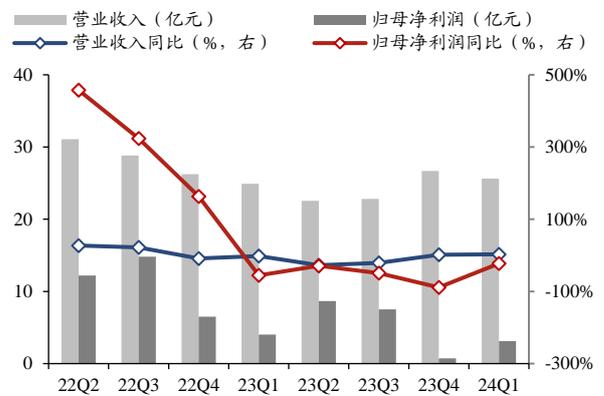
2016-2022 年公司业绩高速增长，但 2023 年房地产周期下行影响陶机业务，碳酸锂价格下行影响蓝科锂业投资收益，导致公司业绩承压。公司 2016 年以来发展进入快车道，2016-2022 年营业收入复合增速为 16.9%，归母净利润复合增速为 55.3%（其中 2022 年蓝科锂业确认投资收益较多导致归母净利润大幅增长 322.7%，剔除后 2016-2021 年归母净利润复合增速为 27.1%）。其中，机械产品（建材机械装备）为公司业绩增长的压舱石，16-22 年营收复合增速为 9.3%，2022 年毛利率水平为 26.0%；多元拓展的建筑陶瓷业务、锂电材料业务为公司业绩增长贡献高增速，海外建材业务 17-22 年营收复合增速和锂电材料业务 16-22 年营收复合增速分别为 108.4%和 74.4%；此外，海外建材业务还贡献了较高的毛利率水平，2022 年达到 43.3%。

图5：公司分年度收入及利润变动情况



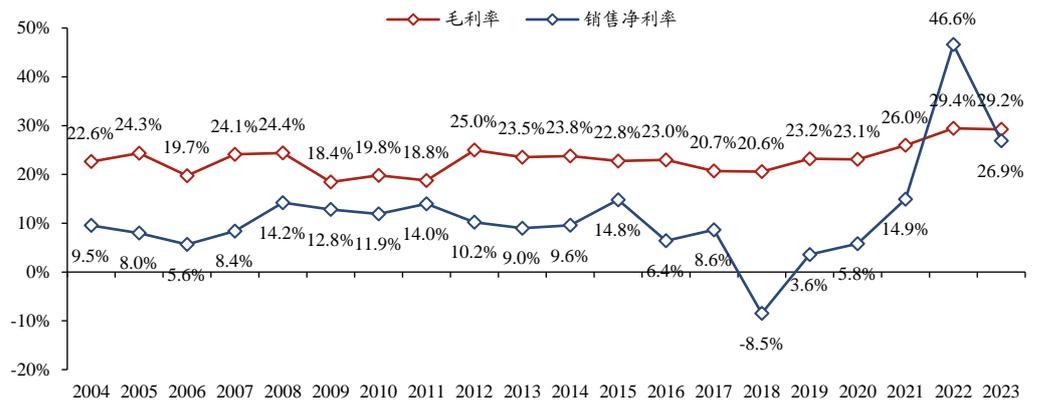
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图6：公司分季度收入及利润变动情况



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图7：公司毛利率及销售净利率情况



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2023 年以来公司业绩承压，2023 全年实现营收 97.0 亿元，同比-13.1%，归母净利润 20.9 亿元，同比-50.8%，24Q1 实现营收 25.6 亿元，同比+2.8%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比-22.6%。分业务来看：

（1）机械产品（建材机械装备）2023 年营业收入同比下降 20.2%至 44.8 亿元，在主营业务收入中的占比下滑 4.1pct 至 46.2%，主要是受到全球经济增长放缓以及国内房

地产下行周期的影响。但毛利率同比提升 2.4pct 至 28.4%，不降反升，主要是由于公司近年来加大海外市场的布局，相比国内建材机械装备获得了更高的毛利率。受益于公司在海外的前瞻布局以及产品结构的持续优化，建材机械业务业绩有望重回正向增长。

(2)海外建材业务的营业收入保持稳定增长态势，2023 全年同比增长 11.6%至 36.6 亿元，在主营业务收入中的占比提升 8.3pct 至 37.7%；但受到市场竞争加剧的影响导致价格承压，毛利率同比下滑 7.6pct 至 35.7%，其中 23H1/23H2 毛利率水平分别为 43.6%/27.0%。

(3)新能源领域，负极材料价格的整体下行导致锂电材料业务 2023 年营收同比下滑 38.9%至 7.4 亿元，在主营业务收入中的占比下降 3.3pct 至 7.6%，毛利率下行 7.3pct 至 9.2%；参股公司蓝科锂业自 2022 年开始为公司带来正向的投资收益和现金流，但 2023 年受到碳酸锂价格大幅波动的影响，2023 年实现营业收入 63.4 亿元、净利润 29.7 亿元，同比分别减少 44.9%、62.5%；对公司归母净利润贡献 12.9 亿元，同比减少 21.6 亿元；

此外，分地区来看，公司 2023 年境内外分别实现营收 38.7/58.1 亿元，同比分别-21.7%/-6.2%，在主营业务收入中的占比分别为 40%/60%，毛利率分别为 21.4%/34.4%；海外业务的开展为公司的业绩水平贡献韧性。

表3: 公司主营业务整体毛利率，分产品毛利率、营收占比情况

年份	主营业务 毛利率	分产品:								分地区:			
		机械产品		建筑陶瓷		锂电材料		节能环保相关业务		中国大陆		海外	
		毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比
2009	18.4%	18.5%	99.9%	-	-	-	-	-45.8%	0.1%	16.7%	85.3%	28.5%	14.7%
2010	19.8%	20.1%	99.0%	-	-	-	-	-9.8%	1.0%	18.7%	87.0%	27.3%	13.0%
2011	18.8%	19.0%	98.5%	-	-	-	-	-36.3%	0.7%	17.6%	85.1%	25.3%	14.9%
2012	24.9%	23.5%	93.5%	-	-	-	-	33.8%	2.0%	24.9%	86.8%	24.9%	13.2%
2013	23.5%	24.3%	87.3%	-	-	-	-	-3.6%	9.1%	23.4%	90.0%	24.4%	10.0%
2014	23.8%	24.4%	69.1%	-	-	-	-	-3.2%	12.2%	22.8%	87.5%	30.2%	12.5%
2015	22.8%	22.2%	68.2%	-	-	-	-	15.9%	26.6%	21.1%	79.4%	29.3%	20.6%
2016	23.0%	22.5%	75.3%	-	-	8.4%	1.0%	16.2%	20.1%	21.5%	70.7%	26.5%	29.3%
2017	20.7%	21.4%	70.9%	32.0%	1.5%	7.8%	4.0%	11.4%	19.1%	18.9%	64.3%	24.0%	35.7%
2018	20.5%	18.8%	58.5%	31.8%	13.3%	9.1%	5.3%	14.3%	17.5%	18.1%	62.8%	24.7%	37.2%
2019	23.2%	24.7%	45.3%	35.4%	16.5%	2.6%	7.3%	16.1%	23.0%	21.0%	61.2%	26.6%	38.8%
2020	23.1%	22.4%	50.9%	38.4%	24.2%	5.0%	5.9%	2.7%	13.1%	19.1%	53.2%	27.6%	46.8%
2021	26.0%	20.5%	58.9%	45.4%	24.0%	15.2%	4.4%	11.0%	8.6%	19.7%	52.8%	32.9%	47.2%
2022	29.4%	26.0%	50.3%	43.3%	29.4%	16.5%	10.9%	11.0%	6.2%	22.1%	44.4%	35.3%	55.6%
2023	29.2%	28.4%	46.2%	35.7%	37.7%	9.2%	7.6%	-	-	21.4%	40.0%	34.4%	60.0%
21H1	24.5%	18.5%	63.0%	45.6%	23.3%	14.1%	3.4%	5.0%	5.5%	18.1%	78.4%	33.1%	42.3%
21H2	27.2%	22.5%	55.4%	45.2%	24.5%	15.7%	5.3%	13.5%	11.2%	21.4%	73.5%	32.8%	51.4%
22H1	28.6%	25.5%	51.9%	43.7%	27.0%	14.5%	10.3%	12.7%	7.5%	22.1%	70.0%	35.0%	50.2%
22H2	30.3%	26.6%	48.7%	43.0%	31.8%	18.3%	11.4%	8.5%	4.9%	22.0%	65.9%	35.6%	61.1%
23H1	31.8%	27.5%	44.2%	43.6%	40.2%	3.7%	8.6%	-	-	18.9%	55.6%	39.7%	61.9%
23H2	26.8%	29.2%	48.1%	27.0%	35.3%	15.9%	6.7%	-	-	23.7%	73.4%	29.1%	58.2%

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

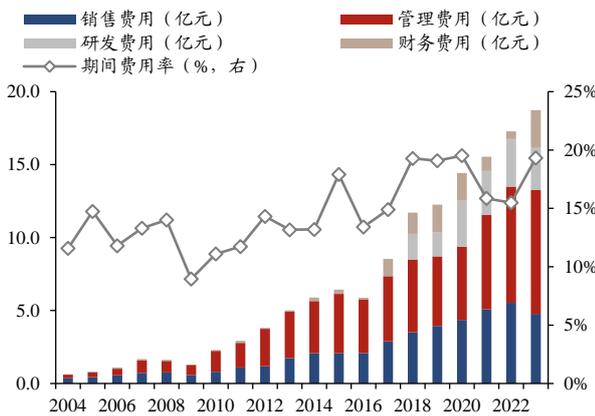
图8：公司主营业务收入整体、分产品营收同比增速



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

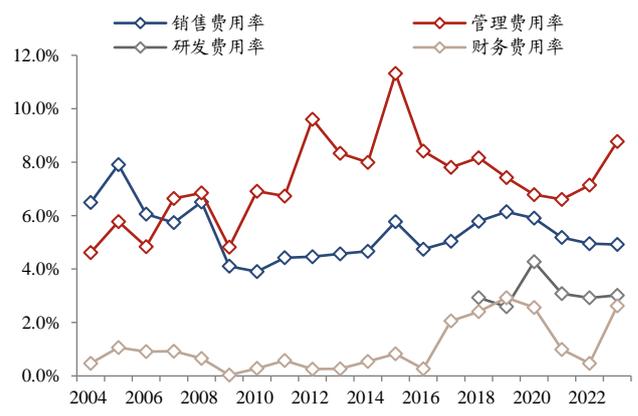
期间费用率有所提升，资产结构与现金流状况表现合理。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.9%/8.8%/3.0%/2.6%，同比分别基本持平/+1.6/+0.1/+2.1pct，其中销售、管理费用率的提升主要是由于公司开拓新市场、搭建海外销售渠道及人员扩招等的影响，财务费用率的提升主要是由于美元持续加息引发的业务开展所在国家货币持续贬值导致的汇兑损益。毛利率、期间费用率和投资收益的综合承压下导致公司 2023 年实现归母净利率为 21.6%，同比下滑 16.5pct，但若剔除蓝科锂业投资收益的影响，公司归母净利润水平较 2022 年基本持平。此外，公司 2023 年经营活动现金流量净额水平为 7.3 亿元，同比下滑 26.7%，净现比为 7.5%，已连续 5 年为正，截至 2023 年底公司带息债务余额为 48.7 亿元，资产负债率水平为 42.0%。

图9：公司期间费用规模及费率变动情况



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图10：公司分季度各项期间费用率情况



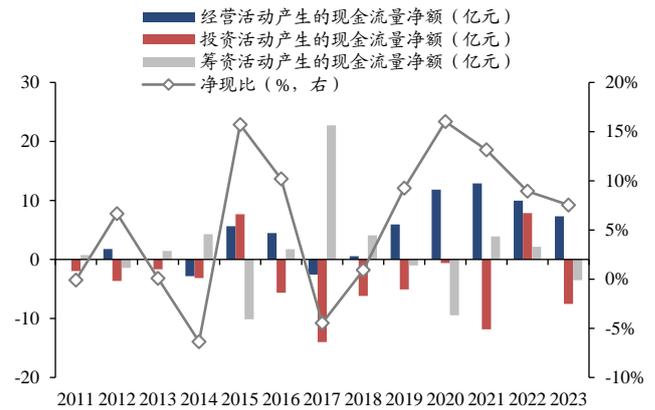
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图11: 公司带息债务及资产负债率情况



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图12: 公司经营/投资/筹资活动现金流情况



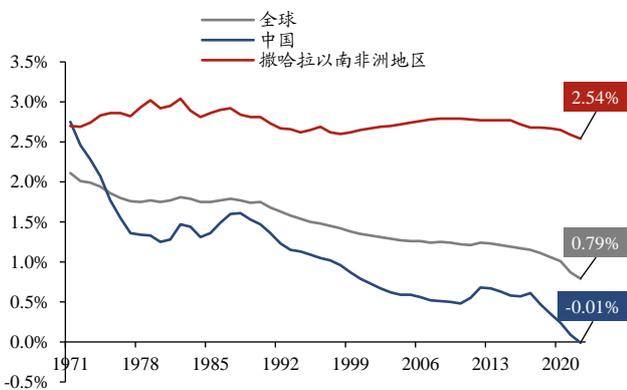
数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

2. 海外建材业务: 推进“大建材”战略, 掘金非洲蓝海市场

2.1. 非洲城镇化进程加速, 推动建筑材料需求

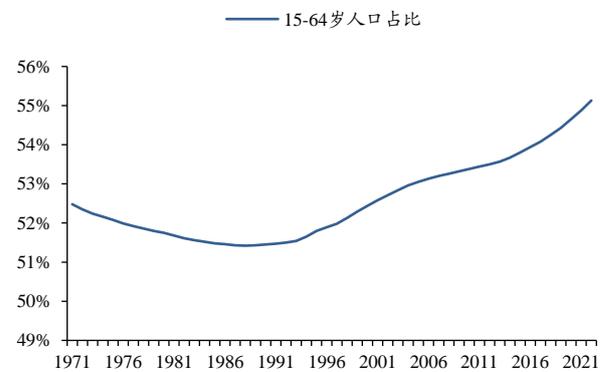
亚撒哈拉地区人口高速增长, 且劳动年龄人口占比呈上升态势。人口总量方面, 根据世界银行数据, 亚撒哈拉地区 (即撒哈拉以南非洲地区) 2022 年年中总人口达到 12.1 亿元, 人口增速为 2.5%, 显著高于全球水平 (0.79%), 具体到国家层面, 尼日尔、刚果 (金)、乍得、安哥拉、马里位列亚撒哈拉人口增速前五; 在全球人口增长增速整体放缓、发达国家老龄化问题凸显、中国人口增速迈入负增长阶段的对比之下, 亚撒哈拉地区的人口增速表现尤其亮眼, 根据联合国《世界人口展望 2022》的预测, 到 2050 年, 亚撒哈拉地区将贡献全球超过半数新增人口。人口年龄结构方面, 2022 年亚撒哈拉地区 14 岁及以下、15-64 岁、64 岁以上人口占比分别为 41.8%/55.1%/3.0%, 2017 年非盟首脑会议指出, 到 2025 年非洲青年人口将占世界青年人口的四分之一; 丰富的年轻人口有助于加速工业化、城镇化进程, 转化为人口红利, 推动经济增长与社会进步。

图13: 全球、中国及撒哈拉以南非洲地区人口增速情况



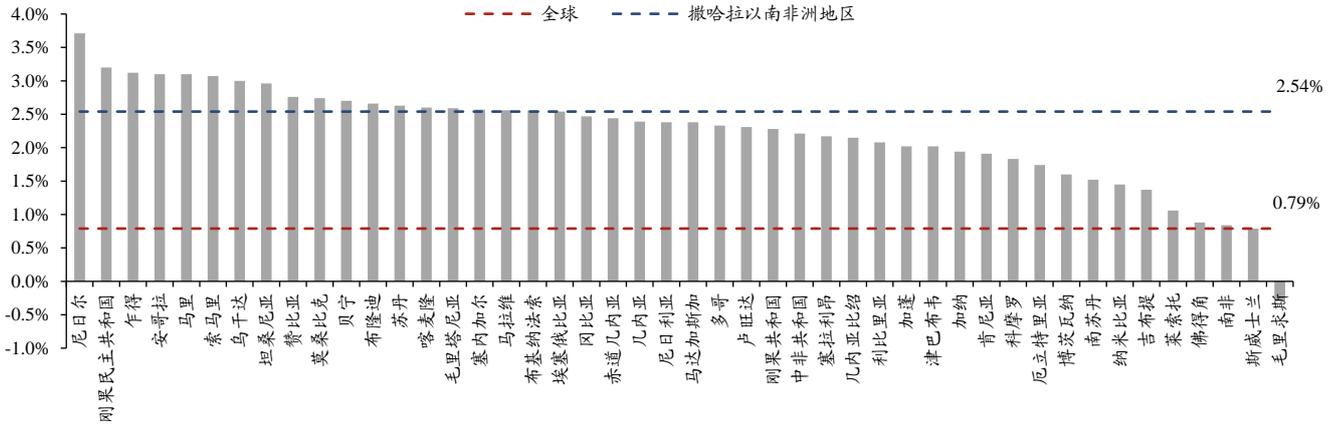
数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

图14: 撒哈拉以南非洲 15-64 岁人口占比情况



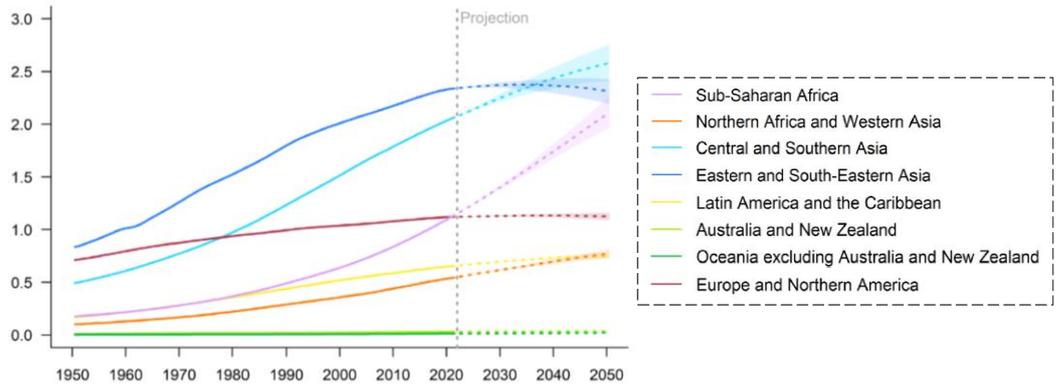
数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

图15: 撒哈拉以南非洲地区及各国人口增速情况 (2022年)



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

图16: 全球及各地区人口增速预测 (%)



数据来源: 《世界人口展望 2022》, 东吴证券研究所

亚撒哈拉城镇化进程加速, 提升空间可观, 助推经济高速增长。根据世界银行数据, 亚撒哈拉地区城镇化率从1990年的27.5%增长至2022年的42.4%, 约达到中国2005年左右的水平, 但相比之下亚撒哈拉的城镇化进程推进更为迅速, 且各国之间的城镇化水平体现出参差不齐的特点, 譬如2022年加蓬的城镇化率达到了90.7%的高水平, 但仍有部分国家城镇化率不足20%, 提升空间较大。

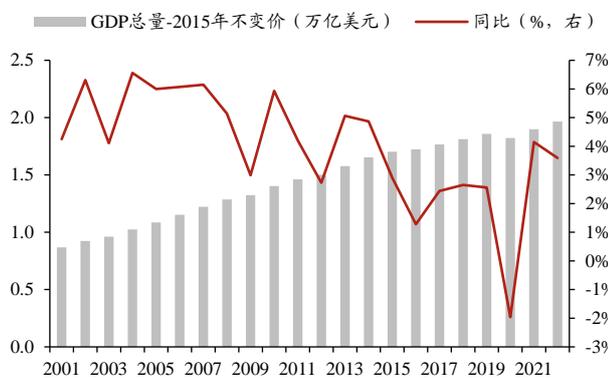
城镇化率的快速提升对于经济发展的推动显而易见。总量方面, 亚撒哈拉地区以2015年不变价衡量的GDP总量从2000年的0.83万亿美元增长至2022年的1.97万亿美元, 复合增速达到4.0%, 显著高于全球平均水平(2.9%); 城市人口的增加带来了对于交通、教育、医疗等的进一步需求, 亚撒哈拉地区2022年居民人均消费支出达到1155美元/年, 虽然各年度之间存在波动, 并且2020-2022年增长受全球疫情影响有所放缓, 但相比2000年的900美元/年也有明显提升, 经济的高速增长叠加城市化进程加速为居民消费支出的提升提供动能。

图17: 全球、中国及撒哈拉以南非洲地区城镇化率情况



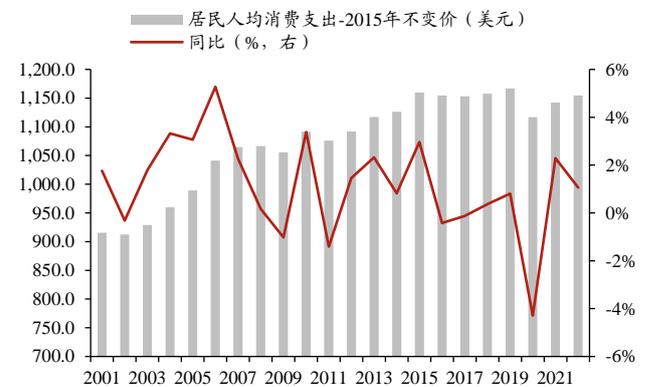
数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

图18: 撒哈拉以南非洲地区 GDP 总量及增速



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

图19: 撒哈拉以南非洲地区居民人均消费支出及增速



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

经济高速增长叠加城镇化进程加速有助于形成对于住房、交通、市政等基础设施的大量需求, 非洲瓷砖消费增长空间充足。非洲大陆面积是世界总陆地面积的 23%, 但其铁路长度仅占全世界的 7%, 普通公路和高速公路的密度也分别仅为世界平均水平的四分之一和十分之一, 在基础设施建设方面存在明显缺口, 交通设施的匮乏限制了城市间的联系和区域经济的均衡发展; 此外, 城市化进程加速也带来了对于市政和住房空间改善的需求, 目前来看非洲城市中拥挤的贫民窟和非正规住区仍广泛存在, 建筑业整体发展水平仍有较大提升空间: 根据 Mordor Intelligence 报告, 2023 年非洲建筑市场整体规模约为 554.6 亿美元, 以尼日利亚为例, 根据《国际工程观察》, 长远来看尼日利亚仍存在约 1700 万套的住房短缺缺口。可以预见的是, 非洲基础设施与住房建设仍有巨大的提升空间, 且随着城镇化率的不断提升, 加大建筑业投资的需求将越发紧迫。

非洲瓷砖产销高速增长, 供给缺口逐年缩小, 人均消费量仍有较大提升空间。根据 ACIMAC 定期发布的《World production and consumption of ceramic tiles》报告, 近年来非洲瓷砖市场高速增长, 2022 年产量/消费量分别达到 10.4/12.4 亿平, 10 年复合增速分别达到 11.5%/7.4%; 从产销情况来看, 非洲瓷砖多年来一直维持供需偏紧的状态, 但随

着科达、旺康等中资企业进入当地市场，供给缺口已从2012年的42.7%降至2022年的16.5%。

预计非洲瓷砖需求增长动能充足。首先，城镇化率提升势必引发建筑业投资的扩张，一方面市政及交通等公共设施建设将带来公共区域的路面、外墙瓷砖铺贴等需求，且住宅需求的爆发将进一步带来家装需求，为下游瓷砖市场扩容提供广阔空间；其次，按照我们的测算，2022年非洲人均瓷砖消费量仅为0.9平，与中国的4.8平相比仍有待进一步提升。ACIMAC预测全球瓷砖总需求将由2021年的182.1亿平增长至2026年的213.4亿平，复合增速达到3.2%，其中非洲总需求将增长至16.5亿平，复合增速达到6.6%。

图20: 非洲瓷砖产量、消费量情况 (亿平)

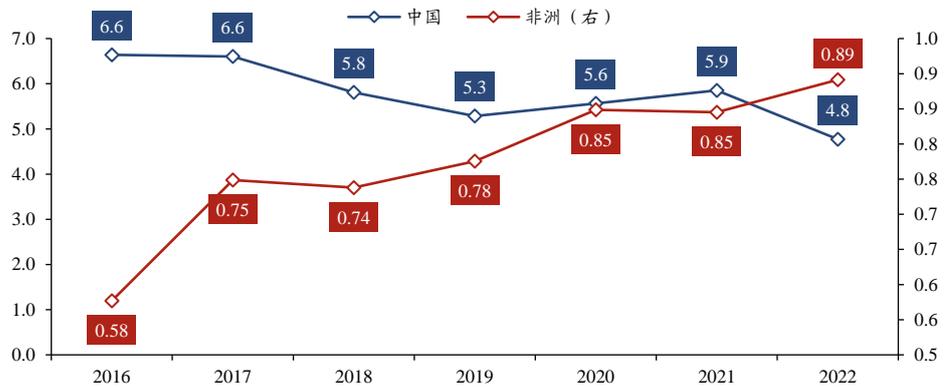
图21: 非洲瓷砖进口依赖度整体呈下降趋势



数据来源: ACIMAC, 东吴证券研究所

数据来源: ACIMAC, 东吴证券研究所

图22: 非洲及中国人均瓷砖消费量情况 (平方米)



数据来源: ACIMAC, 东吴证券研究所

我们进一步测算非洲瓷砖市场空间:(1)人口方面,采用联合国《世界人口展望2022》的中性人口预测数据,预计2025/2030年非洲人口将分别达到15.1/16.9亿;(2)人均瓷砖消费量方面,2022年为0.9平,采用2017-2022年的复合增速对2023年之后的数据进行预测,预计2025/2030年人均瓷砖消费量将分别达到1.0/1.2平;(3)瓷砖单价方面,科达制造2023年的销售均价为25.7元/平,由于2023年受到美元加息等影响导致单价较2022年承压,我们预计2024-2030年瓷砖单价将回升至正常水平。**基于以上假设,预**

计 2025/2030 年非洲瓷砖消费量将分别达到 14.9/19.9 亿平，对应市场规模分别为 395.7/566.9 亿元，市场空间广阔。

表4: 非洲瓷砖市场空间预测

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
非洲人口 (亿人)	14.07	14.40	14.74	15.09	15.44	15.79	16.15	16.52	16.88
yoy	2.42%	2.39%	2.36%	2.34%	2.32%	2.30%	2.27%	2.25%	2.23%
非洲人均瓷砖消费量 (平米/人)	0.89	0.92	0.96	0.99	1.02	1.06	1.10	1.14	1.18
yoy	5.48%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%
非洲瓷砖消费量 (亿平)	12.54	13.29	14.09	14.93	15.82	16.76	17.75	18.79	19.89
yoy	8.03%	6.02%	6.00%	5.97%	5.95%	5.93%	5.90%	5.88%	5.85%
瓷砖单价 (元/平)	27.3	25.7	26.3	26.5	26.8	27.2	27.6	28.0	28.5
yoy	3.60%	-5.70%	3.60%	3.50%	3.40%	3.30%	3.20%	3.10%	3.00%
非洲瓷砖市场规模 (亿元)	342.3	342.2	370.6	395.7	424.0	455.9	489.9	526.2	566.9

数据来源: ACIMAC, 联合国, 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 借力渠道+资金优势，紧抓非洲瓷砖需求增长机遇

与森大集团合作，自 2015 年开始海外建材业务布局。科达制造出海较早，在陶机设备领域，2008 年公司就正式提出国内和国外“两条腿”走路战略，产品销往东南亚、南亚、中东等地区的多个国家。在逐步成长为国内乃至全球陶机行业龙头后，公司开始不断尝试打通产业链上下游，挖掘业务发展第二增长曲线，2015 年前后，公司与最早进入非洲的中国国际贸易商之一的森大集团联合开展了对于非洲建筑陶瓷市场的调研，并于同年 12 月就肯尼亚、加纳、坦桑尼亚三地合资兴建建筑陶瓷厂项目签订了合作框架协议，2016 年 2 月进一步签订《关于合资在非洲兴建建筑陶瓷生产企业的合作协议》，设立独立法人公司负责所在国建筑陶瓷企业的筹建、生产和经营管理，森大集团持股 60%，公司持股 40%。

双方在肯尼亚合资建设的首个海外陶瓷厂于 2016 年 11 月正式投产，实现当年建设、当年投产、当年盈利；由于合作效益较优，此后双方合作进一步深化，于 2017 年 3 月签订《关于深化建材产业基地投资合作的战略合作协议》，正式确立了长期战略合作伙伴关系，2017-2023 年陆续在加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚等地开展瓷砖厂的建设。与此同时，双方对于海外合资公司的管理也不断优化，2017 年 9 月，科达对各合资公司的持股比例进一步提升至 51%，海外建材业务纳入并表范围，2020 年 3 月，为进一步提升运营及决策效率，双方进一步调整非洲合资公司的股权架构，新设合资公司 Tilemaster 作为非洲建材业务各子公司的控股平台，科达持有 Tilemaster 51% 股权。双方合作以点带面，迅速铺开非洲市场，合资品牌“Twyford”已经成为非洲当地第一大本土瓷砖品牌。

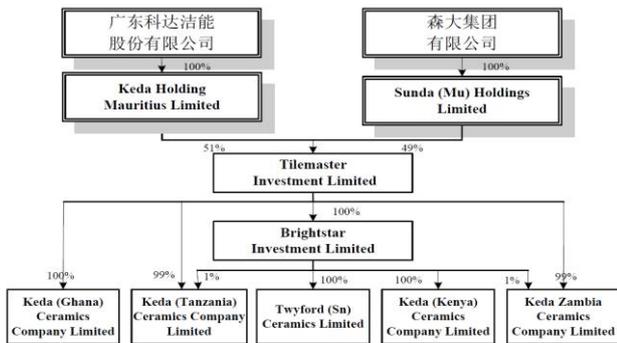
表5: 公司海外建材业务开拓事件

年份	事件
2015 年	12 月，与森大集团就非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚三地合资兴建建筑陶瓷厂项目签订合作框架协议；

- 2016年
 - 2月，与森大集团签订《关于合资在非洲兴建建筑陶瓷生产企业的合作协议》，就合资在非洲肯尼亚、加纳和坦桑尼亚三国分别兴建一家建筑陶瓷生产企业达成合作协议，设立独立法人公司负责所在国建筑陶瓷企业的筹建、生产和经营管理，森大集团持股60%、科达持股40%；
 - 11月，海外首个陶瓷厂——科达（肯尼亚）陶瓷厂投产；
- 2017年
 - 3月，与森大集团签订《关于深化建材产业基地投资合作的战略合作协议》，正式确立了双方的长期战略合作伙伴关系，对肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、喀麦隆等国家继续合作投资，本合作协议签署后两年内，实现对上述国家投资累计达15亿元人民币，预计年收入20亿元人民币；
 - 6-8月，科达（加纳）陶瓷K1、K2窑分别顺利投产；
 - 9月，签署《股权转让协议》，约定受让Brightstar（持有Twyford肯尼亚公司100%股权）11%股份、Twyford加纳公司11%股份、Twyford坦桑尼亚公司11%股份。至此科达持有各合资公司51%股权；
 - 11月，科达（坦桑尼亚）陶瓷厂正式投产；
- 2018年
 - 3月，肯尼亚科达陶瓷二期项目顺利投产；
- 2019年
 - 7月，科达（塞内加尔）陶瓷厂顺利投产，科达在非洲第一阶段的投资布局圆满完成；
- 2020年
 - 4月，以分别持有的非洲合资公司股权及债权，对新设合资公司Tilemaster进行增资及相关股权转让。至此科达通过全资子公司Keda Holding持有Tilemaster 51%股权，从而间接持有各合资公司51%股权；
- 2021年
 - 4月，科达第五个非洲国家生产基地赞比亚陶瓷厂顺利投产；
- 2022年
 - 肯尼亚基苏木陶瓷项目一期、加纳建筑陶瓷生产项目四期建成投产；
 - 启动了肯尼亚基苏木、加纳的洁具项目建设和坦桑尼亚玻璃项目的建设；
- 2023年
 - 塞内加尔建筑陶瓷生产项目二期、赞比亚建筑陶瓷生产项目二期、加纳建筑陶瓷生产项目五期陆续投产；
 - 第一个洁具项目加纳洁具厂试生产；

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图23: 公司海外建材经营主体 Tilemaster 股权架构 (2020年3月)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 公司在非洲开展业务的主要建材品牌 Twyford



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

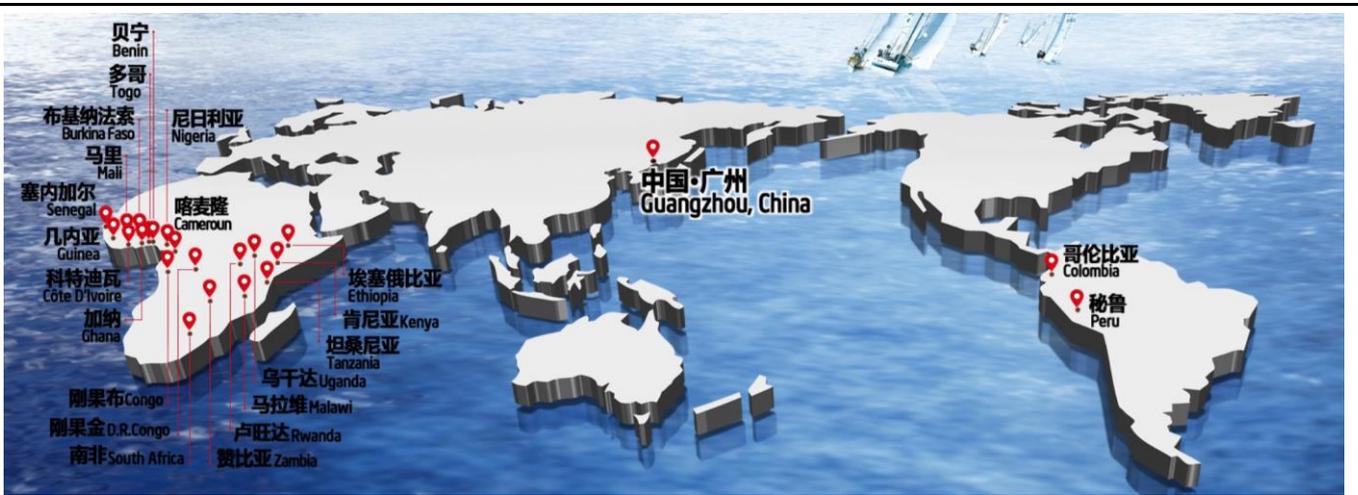
公司开展海外建材业务主要具备以下几大优势:

(1) 渠道优势: 森大集团创立于2000年，是中国最早进入非洲、南美洲等海外市场的企业之一，2000-2004年定位为外贸企业，随着出口市场竞争加剧，为进一步提升利润水平，森大开始在海外建立下沉式销售公司和销售网络，经过多年的发展，在非洲当地铺设了广泛的营销网络与渠道，并积累了丰富的品牌声誉、政府关系等隐性资源；截至2012年，森大已成长为销售额超过2.75亿美元的中型贸易公司。

公司与森大集团的合作是互利共赢的结果。森大集团方面，随着 2013 年“一带一路”倡议的提出，中非经贸合作迈入新阶段，虽然经济高速发展和城镇化率的提升为当地外贸市场空间扩容，但大量涌入的新进入者也使得市场竞争愈发激烈，与此同时国内劳动力成本的不断提升也进一步侵占了外贸生意的利润率空间，因此森大集团又再一次开始面临“由贸到工”的战略转型问题，2014-2016 年陆续在加纳、科迪特瓦等地投建洗衣粉厂、五金厂等，通过开展本地化制造来降低产品成本；科达方面，伴随着公司对佛山恒立泰机械的收购，公司成长为全国乃至全球的陶机行业龙头，但与此同时市占率提升也迈入平台期，且陶机业务毛利率提升的空间也相对有限，为找到新的业务增长点，公司也开始将眼光投向海外。

双方达成合作后，一方面，森大集团已在非洲开展业务十余年，熟悉当地的政治和营商环境，且在当地已经设立了瓷砖品牌，科达借助森大在非洲培育的广泛经销商网络和数千个销售网点，合资公司的瓷砖产品量产后即实现了对于森大原有的瓷砖销售品类的直接替代，借助森大的销售渠道优势，很快就展开了销售并开始盈利；另一方面，森大集团本身并不具备瓷砖产品的自主生产能力，且若独立开展瓷砖生产，前期需要大量的资金投入，因此双方的合作可以使森大充分借力科达作为“陶机大王”的生产优势和作为上市公司的融资优势，巧妙化解非洲当地的生产和资金难题。双方在合作中也形成了相对明确的分工，科达负责财务和生产技术，森大负责日常运营和渠道管理，基于各自优势的分工协作达成了 1+1>2 的合作效果。

图 25：森大集团全球业务版图



数据来源：森大集团官网，东吴证券研究所

(2) 生产和技术优势：在非洲开展瓷砖生产制造时，由于原材料中除了釉料之外大部分来自于国内进口，生产瓷砖必须的胚料主要由非洲当地供应，但非洲各地的胚土品质参差不齐，稳定性较差（比如在含水率方面，肯尼亚当地的原料含水率较高，因此就需要延长预干燥的时间和窑炉温度），原材料的缺陷对设备和生产工艺都提出了更高的要求，且与此同时不同国家之间的产品需求也差异较大，对于原料处理的要求也进一步细化。而由于建筑陶瓷生产是“七分设备、三分工艺”，作为建陶机械行业的龙头生产

商，科达在设备方面本就具有自产优势，且能够很好地将设备的优势进一步赋能于建材生产，通过调整设备规格、烧成温度、加工时间等参数来匹配参差不齐的原材料，从而实现控制出品的稳定性。

(3) 资金优势：非洲当地基础设施匮乏，且政府不会协助完成基础的三通一平工作，一般需要企业独立完成；且与此同时，陶瓷生产线建设也具备重资产的特点，且正式投产后采购原材料时，当地供应商不会轻易垫资，一般需要预付或现款现货，因此对企业的资金链形成了考验。公司的资金优势一方面体现在融资上，作为上市公司充分利用了定增、瑞交所 GDR 上市等方式为非洲当地的生产经营提供资金支持，且公司 2020 年与世界银行旗下 IFC 签订了长期贷款协议，为非洲项目提供 7 年期低息贷款，2023 年又再度获得了 5 年期贷款，与非洲当地的高利率银行贷款相比具有成本优势；另一方面，得益于稳定的出品和成熟的销售渠道，公司的营运资金可以实现快速利用和周转，使用效率进一步提升。

(4) 属地化管理优势：公司在非洲当地的管理一贯坚持属地化的策略，员工安排向本土化倾斜。虽然在开拓新市场前期时需要外派中国员工进行工厂建设和供应链的搭建，但在前期工作完成后，公司会从最底层的操作工开始陆续训练并向工厂输送当地员工，实现基层员工的本土化；此外，在时机成熟时，会进一步将本地员工提上中层甚至高层管理的岗位，公司明确提出了“本地化”目标，要求每座非洲工厂未来至少 1/3 的班组长由本地人担任。经过数年的培育，公司已经形成了成熟的本土化团队，海外生产基地本地员工占比超过 90%，适应了跨文化管理，筑成了人才的护城河。

公司海外建材业务整体效益表现突出，为经营业绩贡献新增长极。公司 2015 年正式启动非洲建材业务的布局，2016 年实现盈利，2018 年后开始对合资子公司并表，海外建材业务的营业收入从 2017 年的 8329 万元提升至 2023 年的 36.6 亿元，6 年复合增速达到 87.8%，对主营业务营收的贡献也从 1.5% 跃升至 37.7%；公司海外建材业务自开展伊始至今基本上都能达到满产满销的状态，在当地的市占率也逐年提升，2023 年建筑陶瓷实现产量 1.5 亿平，销量 1.4 亿平，在当地的产/销市占率分别达到 13.0%/10.6%。此外，得益于非洲陶瓷市场旺盛的需求和公司自身的生产经营优势，公司海外建材业务毛利率表现也非常突出，且业务做大后进一步带来了规模效应，在公司精益经营的加持之下除原材料之外的人工、制造、折旧等单位成本加总也由 2018 年的 6.3 元/平降至 2023 年的 5.4 元/平；公司海外建材毛利率由 2018 年的 31.8% 提升至 2022 年的 43.3%，2023 年受到价格竞争影响导致毛利率降至 35.7%，但也明显优于主营业务整体 29.2% 的水平。

表6：公司海外建材经营指标一览

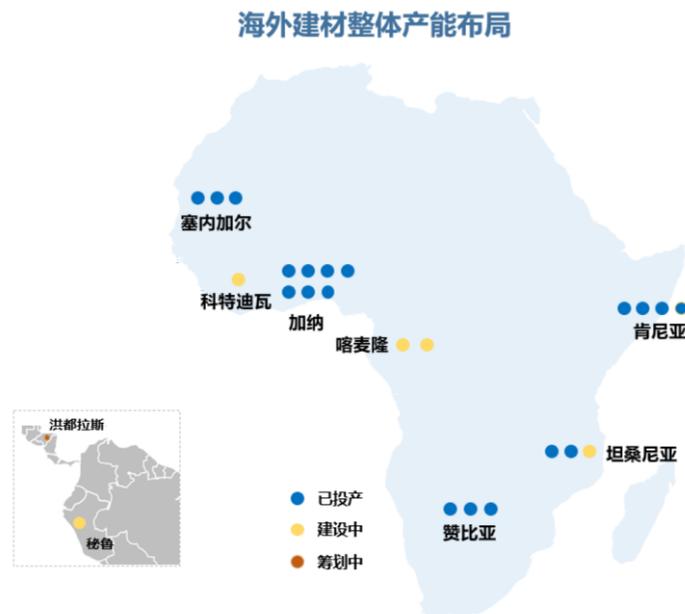
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量（千万平方米）	3.8	4.9	7.0	9.1	12.3	15.0
yoy		28.8%	42.9%	30.0%	35.2%	22.0%
产量市占率	5.3%	6.5%	7.6%	10.2%	11.9%	13.0%
销量（千万平方米）	3.4	4.4	7.4	8.9	12.0	14.2
yoy		29.2%	68.2%	20.3%	34.8%	18.3%

销量市占率	3.7%	4.4%	6.6%	7.8%	9.7%	10.6%
产销率	89.5%	89.8%	105.7%	97.8%	97.6%	94.7%
营业收入 (亿元)	8.1	10.6	17.9	23.4	32.8	36.6
yoy		31.3%	68.6%	31.1%	39.7%	11.6%
单位价格 (元/平)	23.7	24.1	24.2	26.3	27.3	25.7
营业成本 (亿元)	5.5	6.9	11.0	12.8	18.6	23.5
单位成本 (元/平)	16.2	15.6	14.9	14.4	15.5	16.6
其中: 直接材料	9.8	9.2	9.6	9.4	10.3	11.2
直接人工	1.2	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
制造费用	3.0	2.9	2.6	2.5	2.8	3.1
折旧	2.1	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
毛利额	2.6	3.8	6.9	10.6	14.2	13.0
毛利率	31.8%	35.4%	38.4%	45.4%	43.3%	35.7%
单位毛利 (元/平)	7.5	8.5	9.3	12.0	11.8	9.2

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极深化陶瓷产能布局, 产能辐射亚撒哈拉地区。截至 2024 年 3 月, 公司已在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚 5 国合资建设并运营 6 个生产基地, 已建成 17 条建筑陶瓷生产线, 并出口至东非乌干达、卢旺达、马拉维及西非多哥、贝宁、布基纳法索、科特迪瓦等二十多个国家和地区; 此外, 公司现有喀麦隆、科特迪瓦两地的 3 条产线在建设中, 以及位于南美洲洪都拉斯的 2 条产线在筹建中, 公司也将进一步启动对于南美洲和亚洲地区的调研工作, 关注新兴国家的发展机会。

图26: 公司海外建材整体产能布局情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表7: 科达制造瓷砖产线布局情况 (截至 2024 年 3 月)

基地	生产线	投产时间	产品类别	2022 年产量 (亿平)	产能利用率
Keda 肯尼亚	一期	2016 年 11 月	彩釉	0.287	121%
	二期	2018 年 3 月	彩釉、瓷片、水晶砖		
Keda 肯尼亚基苏木	一期	2022 年 6 月	瓷片、彩釉砖	0.467	106%
	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	0.137	117%
	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		
Keda 坦桑尼亚	二期六线	2023 年 10 月	小地砖	0.238	149%
	一线	2017 年 11 月	彩釉、耐磨砖、瓷片		
Keda 塞内加尔	二线	2018 年 3 月	抛釉、渗花、仿古砖	0.102	108%
	一线	2019 年 7 月	彩釉、耐磨砖		
Keda 赞比亚	二期	2019 年 9 月	瓷片	0.102	108%
	二期三线	2023 年 3 月	--		
	二期	2023 年 6 月	抛釉		
Keda 喀麦隆	一线	建设中	瓷片、彩釉、耐磨、亮光釉、	0.238	149%
	二线	建设中	抛釉、仿古产品		
Keda 科特迪瓦	一期一线	建设中	瓷片、耐磨地砖	0.102	108%
Keda 洪都拉斯	一线	筹建中	墙砖、彩釉、仿古、渗花等产		
	二线	筹建中	品		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

形成“陶瓷+洁具+玻璃”品类结构, 坚定不移推动“大建材”战略。在终端瓷砖产能达到一定规模后, 基于非洲及其他新兴市场旺盛的基建及工业用品消费需求, 公司根据终端的需求进一步横向扩展了洁具、玻璃建材品类, 这些品类在业务开展时可借力瓷砖业务积累的渠道、品牌等优势, 在装备方面也能有部分协同效果。公司加纳洁具项目自 2023 年 5 月投产后, 截至 2023 年底已突破 47 万件产量, 肯尼亚洁具项目也于 2024 年 1 月投产; 此外, 公司位于坦桑尼亚和秘鲁的建筑玻璃生产项目正在建设中, 预计将于 2024-2025 年陆续投产, 届时公司将合计形成年产近 2 亿平方米建筑陶瓷、260 万件洁具及 20 万吨建筑玻璃的产能。通过关联建材品类的拓展, 公司计划形成 80%建筑陶瓷、5%洁具、15%建筑玻璃的业务结构, 在 5 年内实现百亿营收。

表8: 科达制造玻璃、洁具产线投资情况 (截至 2024 年 3 月)

国家	产线	总投资额	融资额	投产时间	简介
肯尼亚	洁具 132 万件	2453 万美元	1250 万美元	2024 年 1 月	设计日产能 4000 多件/天, 主要生产分体马桶、挂盆以及连体马桶等产品;
加纳	洁具 132 万件	2567 万美元	1500 万美元	2023 年 5 月	设计日产能 4000 件/天, 极限产量预计可达 4800 件/天;

坦桑尼亚	玻璃产线 600t/d	8676 万美元	5200 万美元	预计 2024 年投产	生产 3-12MM 厚度，规格 3300*2140mm 至 3660*2800mm 的建筑玻璃（含白玻、蓝玻/膜、茶玻/膜等产品），日产能 600t/d；
秘鲁	玻璃产线 600t/d	9499 万美元	--	预计 2025 年投产	选址在卡涅特省（Cañete），项目一期规划建设建筑玻璃生产线 1 条，计划日产能 600 吨/天，产品覆盖秘鲁及周边国家等市场

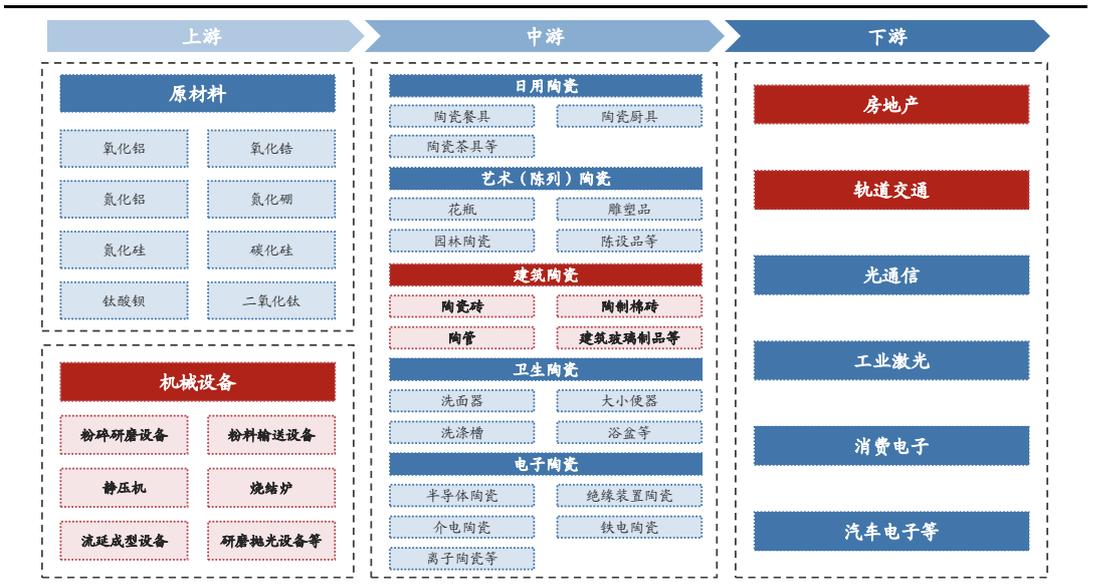
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 建材机械业务：全球陶机龙头，转型全方位服务商

3.1. 国内瓷砖产能进入存量时代，双碳要求带来更新换代需求

陶瓷机械设备位于陶瓷全产业链上游，建筑陶瓷对应终端需求主要为房地产、轨道交通等。陶瓷机械设备是陶瓷工业中至关重要的一部分，涉及从原材料制备、成形、烧成到后期的冷加工、装饰、分检包装等全流程的工序。其中，科达制造主要为建筑陶瓷生产线供货，建筑陶瓷生产线主要由原料制备装备、成型机械（压机、布料机等）、烧成设备（窑炉等）、深加工机械（抛光线、超洁亮防污生产线等）、包装机械（喷墨、印花、分选包装线等设备）构成，下游主要对应的是房地产、以及市政轨交等基础设施需求。

图27：中国陶瓷产业链全景图



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

国内建筑陶瓷行业迈入存量时代，区域供给格局较为集中。受国内房地产与基础设施建设投资高增带来下游陶瓷需求高涨，我国建筑陶瓷行业在 2000-2015 年期间快速成长，全行业产量由 2000 年的 20 亿平增长至 2015 年的 102 亿平，复合增速高达 11.5%；2015 年之后，在房地产行业政策调控影响下终端需求出现下滑，2020 年之后地产行业的持续低迷以及疫情等影响更使得建筑陶瓷需求进一步承压，2017 年以来产量进入负增长阶段，整体来看建筑陶瓷行业已经迈入存量时代。从区域分布来看，陶瓷产业具有显著的产业集群现象，且近年来受到能源及原材料价格攀升、环保监管等因素影响，各产区的

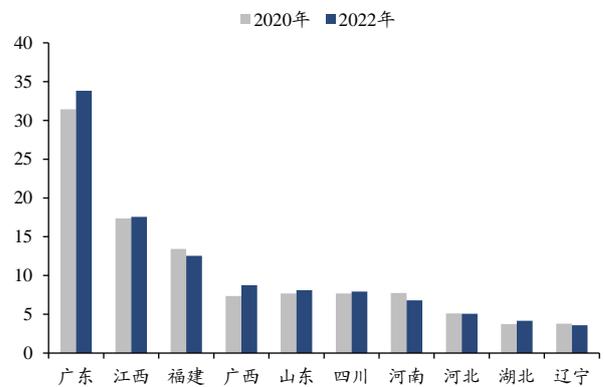
情况也进一步分化，前十大产区中广东、广西两省 2022 年产能较 2020 年有所提升，其他产区基本维持稳定水平或略有下滑。

图28: 全国建筑陶瓷产量及同比增速情况



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 东吴证券研究所

图29: 国内建筑陶瓷前十大产区年产能情况 (亿平)



数据来源: 陶瓷信息汇, 东吴证券研究所

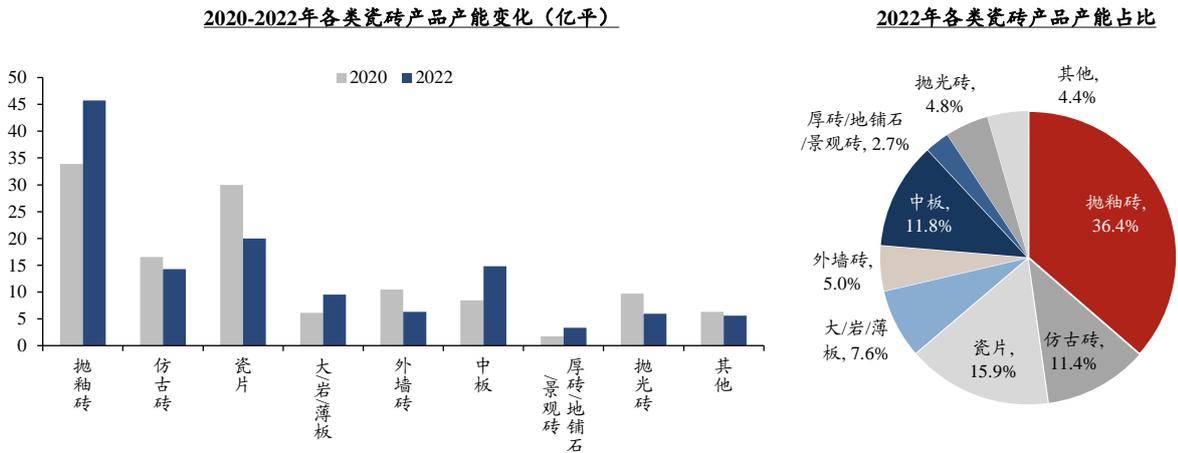
预计未来国内陶机需求的主要驱动因素将来自于陶机产品更新换代、能耗双控下的存量产线改造、以及终端产品迭代带来的产线更新机会。

(1) 根据中国建筑卫生陶瓷协会, 2022 年建筑陶瓷全行业名义产能为 125.6 亿平, 但 2020-2022 年间全国共淘汰生产线 275 条, 一方面单线产能的明显提升体现了设备在加速更新换代, 另一方面根据协会数据, 有近 25 亿平的产能由于产线上设备老化等问题无法满足当下市场的生产要求, 这一部分生产线的淘汰和更新也将带来部分陶机的更新需求。

(2) 过去十年间双碳要求逐渐趋紧, 国家层面出台了一系列能耗电耗限额标准, 《工业重点领域能效标杆水平和基准水平 (2023 年版)》、《建材行业稳增长工作方案》等政策再次明确了“建筑卫生陶瓷等领域原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出, 行业能效标杆水平以上产能占比超过 15%”等要求, 各地政府也密集发布有关优化产业结构、推进节能改造、绿色化升级、清洁能源替代等的相关产业政策以及具体措施; 此外, 2024 年广东陶瓷行业正式纳入碳交易市场, 碳排放权交易相关政策的实施将加速陶瓷行业碳交易的全面落地。整体来看, 双碳能耗政策的收紧将倒逼建筑陶瓷企业加速绿色生产和智能制造转型升级, 有望带来陶瓷生产线的改造机会。

(3) 虽然行业整体的产能规模呈收缩状态, 但由于近年来陶瓷产品需求越发多元化, 部分品类存在结构性亮点。首先, 分品类来看, 兼具使用功能和美学功能的中板、岩/大/薄板、抛釉砖、厚砖/地铺石/景观砖等品类越发受到消费者青睐, 传统的瓷片、抛光砖、外墙砖、仿古砖等品类需求则出现萎缩; 其次, 绿色低碳转型升级、消费者健康意识提升影响下对于装饰材料的需求也逐渐功能化、健康化、节能化, 诸如适老产品、绿色免烧新材料等也称为陶瓷生产企业的布局方向, 整体来看, 需求的更新迭代也有望拉动上游陶机的需求。

图30: 2020-2022年分品类瓷砖产能情况

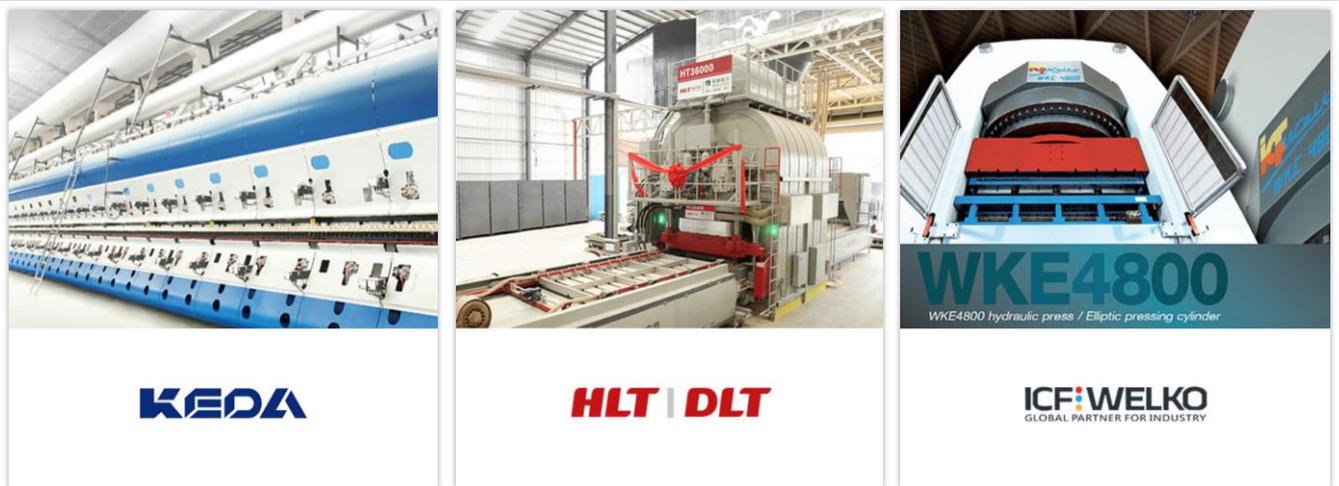


数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 东吴证券研究所

3.2. 陶机业务为公司传统优势主业, 横向开拓海外市场+纵向延伸产业链获取增量

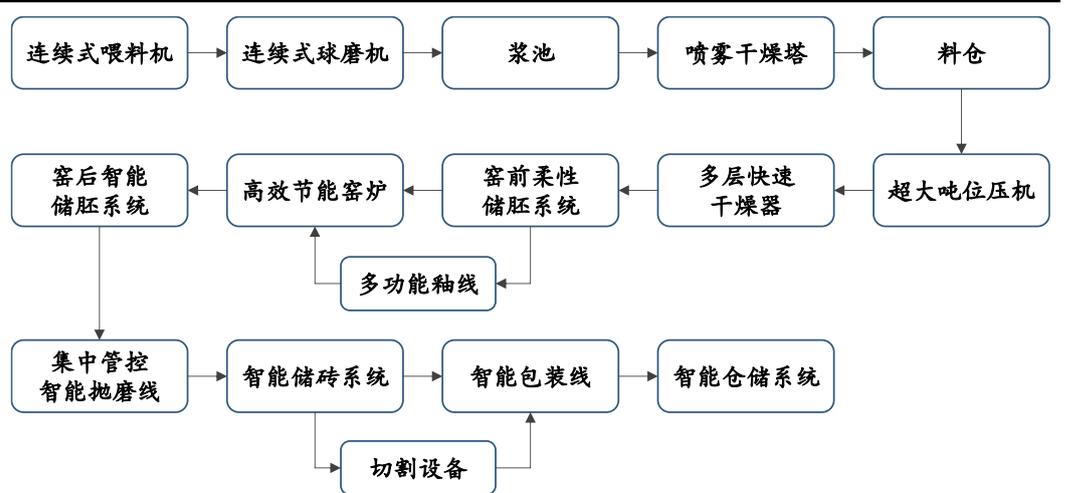
公司是国内乃至全球领先的建筑陶瓷机械龙头企业, 具备“整厂整线”制造能力。科达制造做陶瓷机械业务起家, 是亚洲第一、全球第二的建筑陶瓷机械装备供应商, 截至 2023 年底在中国佛山、意大利等地区拥有 13 个生产制造基地, 旗下拥有“科达 (KEDA)”、“力泰 (HLT&DLT)”、“唯高 (ICF&Welco)”三大知名品牌, 采用以销定产的生产经营模式, 通过国内直销、国外“直销+代理”、“合资建厂+整线销售”等销售模式, 产品销往国内及海外地区。公司是国内唯一一家可提供“整厂整线”装备及服务的企业, 从原料制备、压制成型到烧成、深加工以及后续的拣选包装、智能仓储的所有整厂整线关键设备, 可以做到整厂整线“交钥匙”, 其中在压机、抛光机、窑炉等关键设备领域的国内乃至亚洲市占率排名第一。

图31: 公司拥有科达、力泰、唯高三大建材机械品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图32: 公司具备“整厂整线”制造能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内存量市场下公司作为行业龙头具备客户、技术、资金等优势，且可通过设备通用化进行下游应用外延。整体来看，在下游建筑陶瓷行业规模收窄的情况下，公司通过“以销定产”的生产模式，主要陶机产品的产销量基本持平，库存水平较低。国内市场方面，公司此前通过定增等方式引入了宏宇集团、马克波罗、新明珠等下游头部客户及相关方成为公司股东，实现了和头部客户的深度绑定，形成了稳定的订单获取来源，预计在存量时代下公司作为行业龙头凭借其技术、资金以及客户渠道等优势有望实现市占率的提升；

此外，近年来公司在设备通用化方面亦有所探索，围绕现有的陶瓷机械装备的能力进行外延压机可延伸至光伏边框、汽车轮毂等领域，窑炉也可应用于洁具、耐用材料及餐具、领电池、固废处理等行业，也可为公司国内的业务开展提供增量。2023年，子公司恒力泰共签订铝型材挤压机订单近4亿元，印度瓷砖头部品牌Kajaria集团的卫浴项目提供服务，签约两条卫生洁具隧道窑、梭式窑，并为印度日用瓷知名陶企Pecasa公司量身订制日用瓷整线，助力客户智能化的生产升级和餐具产品品质升级。

表9: 公司机械装备主要产品产销量情况

产品种类	项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
压机(台)	产量	388	273	264	484	400	338
	销量	396	290	247	512	402	346
	产销率	102.1%	106.2%	93.6%	105.8%	100.5%	102.4%
抛光机(套)	产量	222	184	331	557	481	353
	销量	217	189	332	552	482	352
	产销率	97.7%	102.7%	100.3%	99.1%	100.2%	99.7%
窑炉(套)	产量	90	83	114	150	173	175
	销量	90	83	112	147	174	170
	产销率	100.0%	100.0%	98.2%	98.0%	100.6%	97.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司未来陶瓷机械的增量一方面将来源于海外市场的开拓。根据 ACIMAC 的预测，全球陶瓷需求将由 2022 年的 182.1 亿平增长至 2026 年的 213.4 亿平，复合增速达到 3.2%，其中非洲、南美、东南亚将分别由 12.0/14.5/6.0 亿平增长至 16.5/18.2/7.0 亿平，复合增速分别为 6.6%/4.6%/3.0%，从全球十大消费国情况来看，越南、印尼、沙特、埃及等经济体的陶瓷销量过去几年均有提升，且在 2022 年全球销量下滑的趋势下仍然逆势增长，陶瓷需求具有韧性。

表10: 全球陶瓷前十大消费国销量及市占率情况

国家	产量 (亿平)						全球市占率		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
1 中国	92.4	81.6	74.5	78.6	82.7	67.4	45.9%	44.5%	40.2%
2 印度	16.8	17.4	18.7	18.8	20.7	17.5	11.0%	11.1%	10.4%
3 巴西	7.7	7.8	8.0	8.3	9.0	7.4	4.8%	4.9%	4.4%
4 越南	5.8	5.4	4.7	4.4	4.2	5.1	2.6%	2.3%	3.0%
5 印尼	3.4	4.5	4.1	3.6	4.8	4.9	2.1%	2.6%	2.9%
6 埃及	2.5	2.4	2.4	2.4	3.1	3.7	1.4%	1.7%	2.2%
7 美国	2.8	2.9	2.7	2.6	2.9	2.9	1.5%	1.6%	1.7%
8 沙特阿拉伯	2.1	2.1	2.2	2.8	2.5	2.7	1.7%	1.4%	1.6%
9 土耳其	2.5	2.4	1.9	2.4	2.9	2.6	1.4%	1.6%	1.6%
10 墨西哥	2.4	2.4	2.4	2.4	2.8	2.6	1.4%	1.5%	1.5%
前十总计	138.4	128.8	121.6	126.4	135.5	116.6	73.8%	73.0%	69.6%
全球	180.4	173.1	166.4	171.0	183.8	163.8	100.0%	100.0%	100.0%

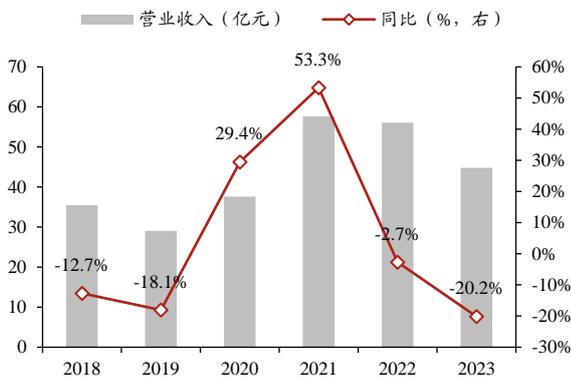
数据来源：ACIMAC，东吴证券研究所

公司积极开拓新兴市场，在国内市场承压情况下为陶机业务整体业绩提供缓冲。公司在全球市场中的主要竞争对手为意大利老牌陶机品牌萨克米，但萨克米的市场份额主要集中在欧洲地区，主要采用小批量、多花式、多规格、自动化程度高的柔性生产模式；而公司的优势市场主要在以印尼为代表的印马泰市场、中东及非洲市场等，这也契合公司设备大批量、快速、性价比高的特点。在开展业务时公司通过在每个大洲运营子公司建立全球销售网络，通过将服务前移以及时响应客户需求，从而进一步提升陶机市场份额。

另一部分增量将来自于产业链上配件耗材业务的补充。耗材领域，公司 2023 年收购了国内墨水龙头国瓷康立泰 40% 股权，且后续与其共同设立了广东康立泰公司，国瓷康立泰具有多年高端陶瓷色釉料及陶瓷墨水研发与生产的技术积累和丰富经验，业务范围包含陶瓷色料、釉料、墨水全系列产品供应及设计方案提供；配件领域，公司 2023 年收购了意大利模具公司 FDS 的 70% 股权，FDS 的业务包含各类陶瓷压机模具产品的研发、制造及翻新维护。目前，公司“科达”和“力泰”品牌均已成立独立事业部运营配件耗材服务，通过土耳其、印度、印尼子公司为当地及周边国家提供配件、耗材及维修改造等服务，在全球布局了超过 80 个配件仓及服务网点，通过产业链上的业务协同和资源整合，也有助于公司陶瓷机械及关联业务的增长。

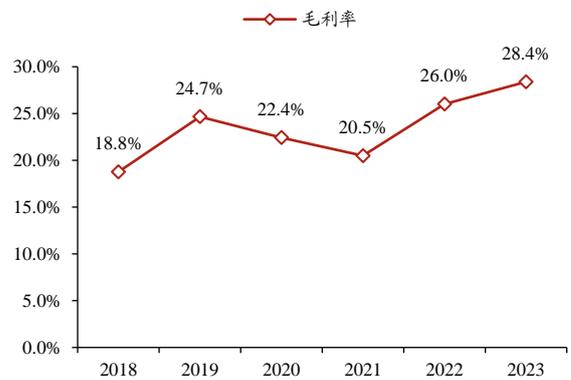
通过提升海外业务和配件耗材业务占比，有助于提升陶机业务的盈利能力，促进协同发展。公司 2023 年建材机械业务实现营业收入 44.8 亿元，同比下滑 20.2%，实现毛利率 28.4%，同比提升 2.4pct，虽然营业收入承压，但利润率水平有所提升。由于公司建材业务主要位于境外，因此我们将公司境外整体的业绩扣除掉建材部分的整体，作为建材机械业务境外业绩的估算，从而进一步对建材机械业务的境内外经营业绩进行拆分。公司境内建材机械业务收入波动较明显，但境外部分 2018-2022 年营收一直呈上升趋势，且虽然 2023 年境外营收承压，但毛利率的持续上升仍然为建材机械业务整体的业绩水平提供了缓冲。公司 2023 年增强了对于境外客户的拜访，未来有望进一步深化陶机业务的全球化布局，进一步提升市场份额；且由于配件耗材的使用和更换频率大于机械设备，未来随着配件耗材业务的深入开展，也有望对于公司机械部分的收入和利润进行补充，且配件耗材业务的推进也有助于加强与客户间的黏性，从而进一步促进陶机业务的协同发展。

图33: 公司建材机械业务营收及同比增速



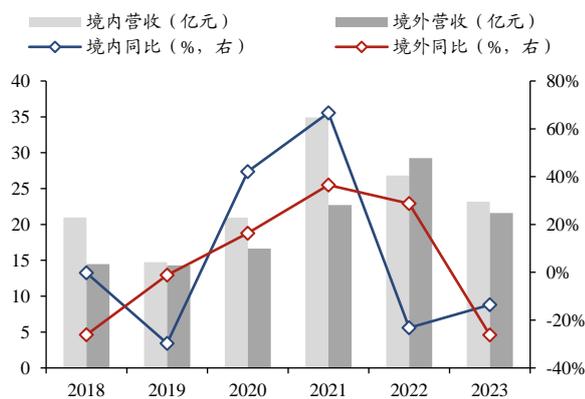
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 公司建材机械业务毛利率



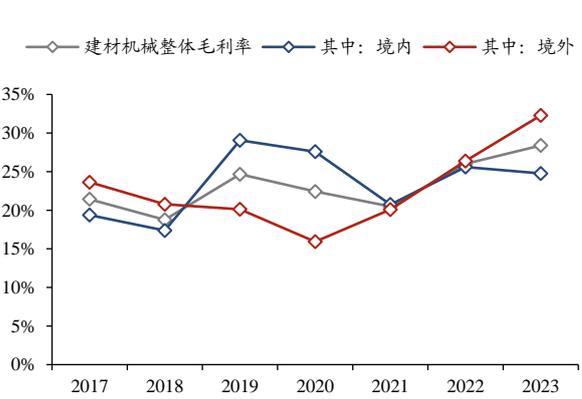
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 建材机械业务境内外营收及同比变动情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 建材机械业务整体及境内外毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 新能源业务：负极材料深度绑定下游客户，战投蓝科锂业获得正向投资收益

公司较早布局锂电行业，目前材料及装备业务均有序推进。锂电材料方面，公司早期开展清洁煤制气装备业务时积累了大量的碳基材料处理技术，在着手新增长点布局时从相关领域开始探索，由于锂电负极材料以石墨为主，且负极材料与陶瓷生产均需干燥烧成工序，因此公司 2015 年左右进入锂电池负极材料行业。目前公司的锂电负极材料业务主要以子公司安徽新材料为经营主体，已形成“石墨化-人造石墨-硅碳负极”的负极材料产业链布局。在客户端，公司生产的负极材料主要面向储能电池领域的企业，可根据客户需求给出适配性的优化方案。公司立足自身核心装备的研发和制造能力，进行工艺优化与成本降低，并依托自研和与客户合作研发等方式对负极材料进行了稳步扩产和产品升级，目前已初步具备规模化产能，且全工序综合制造成本已经具备一定的竞争力。锂电装备方面，公司于 2022 年正式设立锂电装备研究院，战略性开启装备业务，可提供自动装锅系统、预炭化、石墨化以及气力输送设备等，与其材料业务配套，可为客户提供整套的负极材料一体化项目系统能源解决方案。

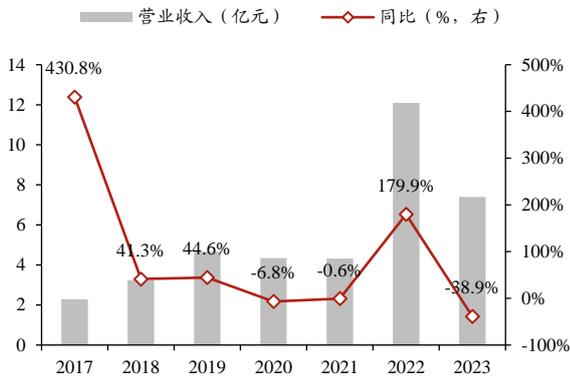
表11：公司锂电材料及装备经营主体简介

子公司	简介
科达新材料	安徽科达新材料有限公司是一家在高安全动力负极、长寿命储能锂离子电池负极材料研发制造领域国内领先的高新技术企业，也是行业领域内极少数具备碳基、硅基、钛基负极材料全系列研发制造能力的供应商。是国内负极行业智能制造的领跑企业，是众多新装备的开发者 and 研发平台。
科达锂电装备	安徽科达锂电装备有限公司，专业从事锂电装备的技术研发和装备制造。是一家拥有负极材料一体化项目自动装锅系统、预炭化、石墨化以及气力输送设备等多项自主知识产权核心专利的装备制造者，同时可为客户提供整套的负极材料一体化项目系统能源解决方案。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

锂电材料业务业绩暂时承压，公司积极推进降本增效和新市场开拓，增强行业地位和影响力。2023 年公司锂电材料实现营业收入 7.4 亿元，同比下滑 38.9%，毛利率为 9.2%，同比-7.3pct。2023 年得益于福建基地的产能释放，公司负极材料的产销量同比大幅增加，子公司福建科达新能源一期 1 万吨/年人造石墨负极材料成品产线和安徽科达新材料 1 万吨/年人造石墨生产线满负荷运行，福建科达新能源一期增产技改及二期部分石墨化生产线建设完成并进入试生产阶段，产销率情况也表现优异；但受行业供需关系影响，2023 年负极材料市场整体量增价减，公司负极材料销量同比+152.3%，但由于价格的波动导致营收下滑。公司一方面正在通过规模化产能建设的方式降低边际管理成本，另一方面也在采用优化导电和保温结构等降低能耗的措施以及提升技术工艺等方面进行努力，从而降本增效。未来在加速向储能电池头部企业渗透的同时，公司也正计划性地在非洲进行石墨矿的勘探，预备择机协同境外资源启动负极材料海外产能建设，业务规模和产品竞争力均有望实现增长。

图37: 公司锂电材料业务营收及同比变动情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

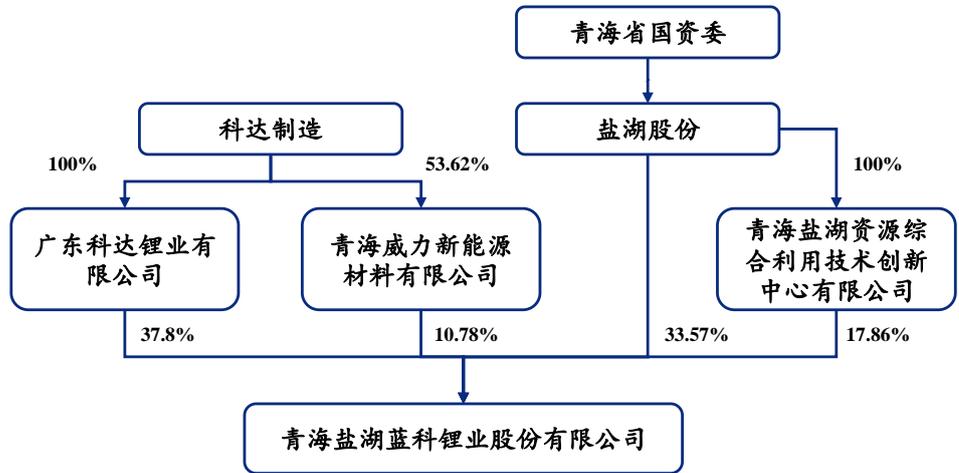
图38: 公司锂电材料业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司战投蓝科锂业,截至24年一季度末持有44%股权。蓝科锂业主营碳酸锂产品,是我国卤水提锂领域领军企业,拥有国内锂资源储量最高盐湖-察尔汗盐湖(锂储量约1200万吨,位居中国第一、全球第四)63%面积的采矿权,且突破了从高镁低锂型卤水中提取锂盐的关键技术,提锂成本较低。截至2023年底蓝科锂业已拥有合计4万吨/年碳酸锂产能装置,最高日产量已突破140吨。科达制造自2017年起陆续购入蓝科锂业股权,截至2024年一季度末共持有蓝科锂业43.58%的股权。

图39: 蓝科锂业股权结构(截至2024年一季度末)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司对蓝科锂业的投资进入收获期,2023年投资收益虽有所下滑,但未来蓝科锂业仍然有望持续贡献正向的投资收益。自2021年起,蓝科锂业产能释放叠加碳酸锂价格快速上涨,使蓝科锂业的业绩迈入高速增长期,2022年公司确认的蓝科锂业投资收益达38.46亿元,历经多年布局迈入回报期。2023年蓝科锂业产销量同比均实现较好增长,碳酸锂产量约3.61万吨,销量约3.82万吨,虽然碳酸锂价格承压,但得益于公司的成本优势,仍然贡献了合理的利润水平。公司在未来2-3年内希望通过技术提升、工艺升

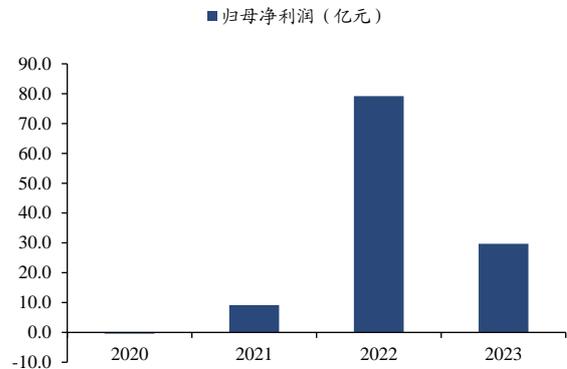
级、后端沉锂母液回收等方式，争取实现 5 万吨/年的产能，预计在碳酸锂价格企稳之下为公司贡献正向投资收益。

图40：国内碳酸锂价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：蓝科锂业归母净利润情况



数据来源：盐湖锂业公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们对公司进行盈利预测的主要假设如下：

（1）建材机械业务：国内陶瓷机械进入存量时代，公司建材机械业务营收自 2021 年起增速承压，但毛利率有所提升，主要是受到海外业务开展的影响；我们预测公司 2024-2026 年建材机械业务将实现营收 50.1/55.2/60.7 亿元，同比分别+12%/+10%/+10%，其中国内营收规模将保持稳定水平，增量主要来自于海外；受到海外业务占比提升影响，预计公司建材机械业务毛利率也将有所提升，分别为 28.8%/29.1%/29.3%。

（2）海外建材业务：2023 年公司海外建材业务收入下降，主要是受到所在区域瓷砖行业竞争加剧、价格承压影响，预计 2024 年起行业竞合态势将有所好转，瓷砖单价将有所回升，且瓷砖新产能将陆续释放，洁具和玻璃业务也有望自 2024 年起贡献业绩；我们预测公司 2024-2026 年海外建材业务将实现营收 50.1/61.9/75.3 亿元，同比分别+37%/+24%/+22%，毛利率受到价格企稳影响将有所回升，分别为 37.0%/37.5%/38.0%。

（3）锂电材料业务：负极材料目前价格竞争激烈，但由于公司与下游客户绑定较深，产量基本可以转化为销量，随着在建产能的释放，即便价格有所承压，但预计公司锂电材料收入也仍然将稳定回升；我们预测公司 2024-2026 年锂电材料业务将实现营收 9.2/10.6/11.7 亿元，同比分别+25%/+15%/+10%，毛利率将分别为 9.5%/10.0%/10.5%。

（4）期间费用率：预计销售、管理费用率将受到公司新市场开拓、新产能投产、人员投放加速等影响而小幅提升，公司近年来加强自主研发力度，研发费用率预计也将略有增长；财务费用率将受到非洲区域业务开展国汇率趋稳、汇兑损失减少影响而下滑。

（5）投资收益：2023 年行业产能过剩导致碳酸锂价格下跌，预计 2024-2026 年蓝

科锂业业绩将继续受到碳酸锂价格承压、卤水提价等影响而相较 2023 年继续下滑，但仍可以贡献正向的投资收益；叠加公司近两年来加强对于耗材配件等业务的布局，预计主要通过收并购方式完成，也有望为公司投资收益贡献增量。

基于以上分析，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 117.6/134.2/153.0 亿元，同比分别+21.3%/+14.1%/+13.9%，实现归母净利润 17.1/20.3/23.3 亿元，同比分别-18.2%/+18.4%/+14.9%。

表12: 公司盈利预测简表

		2022	2023	2024E	2025E	2026E	备注及假设
1、建材机械业务							
营业收入	亿元	56.1	44.8	50.1	55.2	60.7	
yoy		-2.7%	-20.2%	12.0%	10.0%	10.0%	预计建材机械业务国内收入规模较为稳定，增量主要来自于海外业务的开展；
营业成本	亿元	41.5	32.1	35.7	39.1	42.9	
毛利额	亿元	14.6	12.7	14.4	16.1	17.8	
毛利率		26.0%	28.4%	28.8%	29.1%	29.3%	建材机械业务毛利率受到海外比重增加的影响将略有提升；
2、海外建材业务							
营业收入	亿元	32.8	36.6	50.1	61.9	75.3	
yoy		39.7%	11.6%	36.9%	23.7%	21.7%	
其中：陶瓷业务	亿元	32.8	36.6	47.1	56.9	67.3	
yoy		39.7%	11.6%	28.7%	20.9%	18.3%	
销量	亿平	1.20	1.42	1.79	2.15	2.51	
yoy		34.8%	18.3%	26.0%	20.0%	17.0%	预计海外陶瓷销量稳定增长；
单价	元/平	27.3	25.7	26.3	26.5	26.8	预计海外陶瓷单价将逐步企稳；
其中：玻璃+洁具业务	亿元	=	=	3.0	5.0	8.0	预计玻璃+洁具板块将自2024年起贡献收入和利润；
营业成本	亿元	18.6	23.5	31.5	38.7	46.7	
毛利额	亿元	14.2	13.0	18.5	23.2	28.6	
毛利率		43.3%	35.7%	37.0%	37.5%	38.0%	预计海外建材业务毛利率将企稳回升，回归正常水平；
3、锂电材料业务							
营业收入	亿元	12.1	7.4	9.2	10.6	11.7	
yoy		179.9%	-38.9%	25.0%	15.0%	10.0%	预计负极材料虽然价格承压，但伴随产能爬坡带来的销量增长，营业收入也将稳定增长；
营业成本	亿元	10.1	6.7	8.4	9.6	10.5	
毛利额	亿元	2.0	0.7	0.9	1.1	1.2	
毛利率		16.5%	9.2%	9.5%	10.0%	10.5%	随着价格竞争缓解以及公司加强成本管理，预计锂电材料业务毛利率将有所回升；
4、其他主营业务							
营业收入	亿元	3.1	8.2	8.1	6.5	5.2	
yoy		-9.2%	167.1%	-1.0%	-20.0%	-20.0%	节能环保业务目前以消化在手订单为主，不再有新增量，预计营收规模将有所缩减；
营业成本	亿元	2.2	6.3	6.2	4.9	3.9	
毛利额	亿元	0.8	0.9	1.9	1.9	1.6	
毛利率		28.0%	23.1%	23.5%	24.0%	24.5%	公司节能环保业务毛利率较低，随着业务规模缩减，公司其他主营业务收入毛利率将有所回升；
利润表摘要							
营业收入	亿元	111.6	97.0	117.6	134.2	153.0	
yoy		13.9%	-13.1%	21.3%	14.1%	13.9%	
营业成本	亿元	78.7	68.6	81.8	92.3	104.0	
毛利额	亿元	32.9	28.4	35.8	41.9	48.9	
毛利率		29.4%	29.2%	30.4%	31.1%	32.0%	
销售费用率		3.0%	4.9%	5.0%	5.2%	5.5%	预计销售、管理费用率受到新市场开拓、新产能投产、人员投放节奏加快等影响将略有提升；
管理费用率		7.1%	8.8%	8.8%	8.8%	8.9%	
研发费用率		2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	预计研发费用率将略有提升；
财务费用率		0.5%	2.6%	2.0%	1.6%	1.3%	预计财务费用率水平随着非洲主要市场币种汇率水平趋稳、汇兑损失减少将有所收缩；
投资净收益	亿元	38.7	14.7	8.1	8.9	9.6	2023年行业内产能明显过剩导致碳酸锂价格大幅下跌，预计2024年蓝科锂业业绩受到价格承压、卤水提价等影响将进一步下滑；近年来公司加大对于配件耗材业务等布局，预计将对投资收益形成增量；
归母净利润	亿元	42.5	20.9	17.1	20.3	23.3	
yoy		322.7%	-50.8%	-18.2%	18.4%	14.9%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们选取机械行业的徐工机械、杭叉集团，建材行业的东鹏控股、箭牌家居以及从事锂产品业务的天齐锂业、赣锋锂业作为可比公司，公司 PE (TTM) 及 6 月 18 日收盘价对应 24-26 年市盈率均低于可比公司平均水平。科达制造是全球领先的陶瓷机械设备企业，近年来转型整厂整线供应商，在国内已进入存量时代的情况下发力海外业务，并布局耗材、配件等消耗品类，提升建材机械业务成长性及平滑周期性波动；此外，公司开辟海外建材业务第二成长曲线，受益于非洲人口高速增长及城镇化率提升机遇，将为公司业绩增长提供动能。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.1/20.3/23.3 亿元，6 月 18 日收盘价对应市盈率分别为 10.0/8.4/7.3 倍，基于公司三大主业的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 6 月 18 日)

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
003012.SZ	东鹏控股	74.1	10.5	7.2	7.8	8.8	9.9	10.3	9.6	8.5	7.5
001322.SZ	箭牌家居	77.9	23.5	4.2	4.5	5.7	6.6	18.3	17.4	13.8	11.7
000425.SZ	徐工机械	870.9	16.1	53.3	66.7	88.2	117.1	16.3	13.1	9.9	7.4
603298.SH	杭叉集团	273.0	15.1	17.2	20.5	24.3	29.3	15.9	13.3	11.2	9.3
002466.SZ	天齐锂业	541.6	-36.7	73.0	35.7	42.6	48.7	7.4	15.2	12.7	11.1
002460.SZ	赣锋锂业	642.5	30.4	49.5	30.2	40.0	48.1	13.0	21.2	16.0	13.3
	平均值		9.8					13.5	15.0	12.0	10.1
600499.SH	科达制造	170.9	8.5	20.9	17.1	20.3	23.3	8.2	10.0	8.4	7.3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：可比公司盈利预测均来自于东吴证券研究所预测；

6. 风险提示

(1) **海外建材业务竞争加剧的风险。**公司海外建材业务主要在非洲开展，近年来受益于人口红利及城镇化率提升，市场需求提升较快，且公司在非洲较早布局产能和销售渠道，因此业绩得以高速增长；但随着疫后国际物流恢复正常，同行加速出海，公司在非洲地区面临的竞争将可能加剧，从而影响当地的销量、价格等，导致公司海外建材板块收入、毛利率不及预期；

(2) **国内陶瓷机械需求进一步下滑的风险。**国内陶瓷机械基本进入存量市场阶段，公司在其中可保持稳定份额，但如果国内房地产市场继续下行，国内陶瓷机械机械需求将面临进一步下滑的风险，导致公司建材机械板块收入不及预期；

(3) **业务开展所在国货币贬值的风险。**公司营收中近六成来自海外，且开展海外建材业务的部分非洲国家当地本位币缺少用于对冲风险的衍生品工具，若当地货币持续贬值，或将导致公司利润水平下滑；

(4) **碳酸锂价格波动的风险。**若碳酸锂价格波动加剧，蓝科锂业业绩将受到影响，进而通过影响公司的投资收益而影响公司业绩。

科达制造三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,766	12,618	13,784	14,945	营业总收入	9,696	11,761	13,424	15,297
货币资金及交易性金融资产	3,893	4,039	4,215	4,439	营业成本(含金融类)	6,860	8,184	9,233	10,403
经营性应收款项	2,472	2,990	3,407	3,875	税金及附加	66	80	91	104
存货	3,668	3,637	3,975	4,190	销售费用	477	588	698	841
合同资产	242	293	335	381	管理费用	850	1,035	1,181	1,361
其他流动资产	1,491	1,658	1,853	2,060	研发费用	292	365	423	489
非流动资产	11,838	13,208	14,609	16,138	财务费用	254	235	215	199
长期股权投资	3,000	3,700	4,600	5,750	加:其他收益	136	118	134	138
固定资产及使用权资产	4,048	4,879	5,531	6,031	投资净收益	1,473	808	889	960
在建工程	1,432	1,279	1,127	1,006	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	874	874	874	874	减值损失	(27)	(37)	(44)	(51)
商誉	913	913	913	913	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	2,482	2,163	2,563	2,945
其他非流动资产	1,570	1,561	1,561	1,561	营业外净收支	152	0	0	0
资产总计	23,604	25,825	28,393	31,082	利润总额	2,634	2,163	2,563	2,945
流动负债	6,427	6,814	7,381	7,885	减:所得税	26	30	37	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,452	1,899	2,199	2,399	净利润	2,608	2,134	2,526	2,902
经营性应付款项	2,418	2,387	2,462	2,572	减:少数股东损益	516	422	500	574
合同负债	1,889	1,764	1,879	1,989	归属母公司净利润	2,092	1,711	2,026	2,327
其他流动负债	668	764	840	925	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.09	0.89	1.06	1.21
非流动负债	3,490	3,686	3,786	3,786	EBIT	1,240	2,399	2,778	3,144
长期借款	3,399	3,599	3,699	3,699	EBITDA	1,694	2,921	3,377	3,816
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.24	30.42	31.22	31.99
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	21.58	14.55	15.09	15.21
其他非流动负债	75	72	72	72	收入增长率(%)	(13.10)	21.30	14.15	13.95
负债合计	9,917	10,500	11,167	11,671	归母净利润增长率(%)	(50.79)	(18.20)	18.39	14.87
归属母公司股东权益	11,398	12,614	14,015	15,626					
少数股东权益	2,289	2,711	3,211	3,785					
所有者权益合计	13,687	15,325	17,226	19,411					
负债和股东权益	23,604	25,825	28,393	31,082					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	731	1,149	1,665	2,150	每股净资产(元)	5.85	6.58	7.31	8.15
投资活动现金流	(754)	(1,122)	(1,161)	(1,290)	最新发行在外股份(百万股)	1,918	1,918	1,918	1,918
筹资活动现金流	(351)	26	(378)	(686)	ROIC(%)	7.02	12.01	12.45	12.73
现金净增加额	(367)	46	126	174	ROE-摊薄(%)	18.35	13.57	14.46	14.89
折旧和摊销	454	522	599	671	资产负债率(%)	42.01	40.66	39.33	37.55
资本开支	(1,537)	(1,200)	(1,100)	(1,050)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.17	9.99	8.43	7.34
营运资本变动	(1,054)	(817)	(724)	(632)	P/B(现价)	1.52	1.35	1.22	1.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>