

科达制造（600499）

Q1 收入利润同比高增，25 年有望迎来业绩向上拐点

收入规模持续扩容，关注公司自身主业的价值体现

公司 25Q1 实现营业收入 37.67 亿元，同比+47.05%，实现归母净利润 3.47 亿元，同比+11.38%，扣非归母净利润 3.23 亿元，同比+17.13%，我们认为一季度海外建材业务营收大幅增长，以及配件耗材、通用机械业务的持续拓展，带动公司收入规模持续扩容，但汇兑损失增加导致利润增速不及收入增速，剔除汇兑影响后归母净利润为 4.12 亿元，同比+32.3%。往后来看，公司海外建材产能建设仍在持续推进，有望充分受益于非洲瓷砖需求扩容。结合此前公司发布的员工持股计划来看，公司制定 25-27 年收入及净利润的年化增速目标分别为+20%、+20.8%、+20.7%。在碳酸锂标签有望逐步弱化的背景下，我们判断 25 年或为公司业绩向上拐点，重点关注公司自身主业的经营价值体现，预计公司 25-27 年归母净利润为 12.2、14.7、17.7 亿元，同比分别+21%、+21%、+20%，维持“买入”评级。

海外产能建设持续推进，蓝科锂业利润占比持续下降

分业务看，

1）建材机械业务：受到行业需求周期性放缓及客户投资节奏调整等多重因素影响，该业务整体业绩出现小幅下滑，但公司持续优化海外基地布局，设立巴西子公司并筹划越南子公司，我们判断后续配件耗材业务有望加速拓展；

2）海外建材销售：受益于玻璃业务的拓展及建筑陶瓷产品价格策略的优化，海外建材业务营业收入同比实现大幅增长，毛利率同比亦有较好提升，但汇兑损失影响了净利率，剔除汇兑影响后，该业务净利率有所提升，整体盈利能力增强。新产能方面，公司非洲科特迪瓦陶瓷项目预计于 25 年内投产，南美秘鲁玻璃项目正在稳步推进建设，预计于 2026 年投产，投产后有望进一步支撑收入增长；

3）蓝科锂业：25Q1 蓝科锂业生产碳酸锂 0.85 万吨，销售碳酸锂 0.81 万吨，期末库存 0.15 万吨，实现营业收入 5.28 亿元、净利润 2.07 亿元，给科达贡献投资收益 0.90 亿元，同比-10.4%，占 25Q1 科达制造整体归母净利润的比例较 24Q1 同比下降 6.3pct 至 26.0%（22-24 年利润占比分别为 81.2%、61.8%、23.2%）。

毛利率有所提升，汇兑损失侵蚀了部分利润

25Q1 公司毛利率 29.68%，同比+2.83pct，期间费用率 17.32%，同比+1.42pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别-2.17、-0.86、-1.11、+5.56pct，财务费用绝对值显著提升，我们判断主要由于货币汇率波动导致汇兑损失大幅增加，综合影响下净利率 13.84%，同比-2.08pct。25Q1 公司 CFO 净额为 0.91 亿元，同比少流入 0.13 亿元。

风险提示：汇率大幅波动，海外瓷砖竞争加剧，碳酸锂价格大幅下滑，产能扩张进度不及预期。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,695.64	12,600.26	15,344.29	18,246.90	21,382.04
增长率(%)	(13.10)	29.96	21.78	18.92	17.18
EBITDA(百万元)	3,364.36	2,585.32	2,705.80	3,162.80	3,728.85
归属母公司净利润(百万元)	2,092.00	1,006.31	1,215.24	1,466.11	1,765.52
增长率(%)	(50.79)	(51.90)	20.76	20.64	20.42
EPS(元/股)	1.09	0.52	0.63	0.76	0.92
市盈率(P/E)	7.78	16.18	13.40	11.11	9.22
市净率(P/B)	1.43	1.42	1.34	1.24	1.13
市销率(P/S)	1.68	1.29	1.06	0.89	0.76
EV/EBITDA	6.47	6.99	7.84	7.17	6.36

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 04 月 29 日

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.49 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,917.86
流通 A 股股本(百万股)	1,917.86
A 股总市值(百万元)	16,282.60
流通 A 股市值(百万元)	16,282.60
每股净资产(元)	6.15
资产负债率(%)	49.19
一年内最高/最低(元)	10.40/6.47

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

任嘉禹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070001
renjiayu@tfzq.com

股价走势



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,602.19	2,952.03	3,594.91	4,274.94	5,009.46
应收票据及应收账款	1,821.66	2,304.19	2,640.08	3,543.59	4,177.71
预付账款	414.56	442.41	529.79	697.29	750.48
存货	3,667.74	4,794.30	5,499.62	6,541.39	7,084.64
其他	2,017.78	2,597.38	3,461.51	3,040.37	3,917.65
流动资产合计	11,523.92	13,090.32	15,725.92	18,097.58	20,939.93
长期股权投资	3,000.48	3,248.17	4,298.17	5,398.17	6,548.17
固定资产	4,030.96	6,403.53	6,364.22	6,281.11	6,175.54
在建工程	1,431.82	1,001.72	876.21	823.35	821.34
无形资产	874.43	1,016.95	1,022.77	1,035.59	1,054.91
其他	2,500.75	2,043.37	2,092.10	2,198.45	2,401.70
非流动资产合计	11,838.44	13,713.74	14,653.46	15,736.65	17,001.66
资产总计	23,604.17	26,950.20	30,379.37	33,834.23	37,941.59
短期借款	572.35	1,017.93	3,229.41	4,928.97	6,433.73
应付票据及应付账款	2,418.40	3,389.26	3,161.42	3,446.45	3,366.57
其他	1,547.62	2,275.68	4,779.94	4,923.32	5,796.73
流动负债合计	4,538.36	6,682.86	11,170.78	13,298.75	15,597.03
长期借款	3,398.55	3,983.45	4,258.43	4,427.30	4,577.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	91.38	204.29	181.00	158.89	181.39
非流动负债合计	3,489.93	4,187.73	4,439.43	4,586.19	4,758.48
负债合计	9,917.01	13,152.14	15,610.21	17,884.94	20,355.51
少数股东权益	2,288.72	2,319.12	2,576.70	2,853.77	3,158.32
股本	1,948.42	1,917.86	1,917.86	1,917.86	1,917.86
资本公积	3,058.43	2,647.15	2,647.15	2,647.15	2,647.15
留存收益	7,867.78	7,814.48	8,652.99	9,664.61	10,882.81
其他	(1,476.19)	(900.55)	(1,025.54)	(1,134.09)	(1,020.06)
股东权益合计	13,687.16	13,798.06	14,769.16	15,949.29	17,586.08
负债和股东权益总计	23,604.17	26,950.20	30,379.37	33,834.23	37,941.59

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,608.19	1,288.46	1,215.24	1,466.11	1,765.52
折旧摊销	452.25	563.22	719.01	753.15	788.25
财务费用	216.41	230.61	230.85	332.13	426.23
投资损失	(1,472.71)	(295.53)	(314.41)	(329.64)	(344.87)
营运资金变动	(2,560.20)	(673.62)	(1,670.27)	(1,503.03)	(1,526.65)
其它	1,486.89	(555.93)	382.62	381.64	430.48
经营活动现金流	730.83	557.20	563.04	1,100.36	1,538.96
资本支出	2,205.76	2,728.81	1,633.29	1,752.11	1,827.50
长期投资	(118.68)	247.69	1,050.00	1,100.00	1,150.00
其他	(2,840.70)	(4,989.75)	(3,978.38)	(4,116.78)	(4,530.85)
投资活动现金流	(753.61)	(2,013.25)	(1,295.10)	(1,264.67)	(1,553.35)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com