

## 深度报告

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

### 建材出海第一股，非洲南美乘风破浪

#### 建材出海第一股

国内 A 股的建材上市公司中，如果采取“出海”口径，即满足 2 个条件①海外设有基地、②本地消纳为主，而非出口欧美为目的，科达制造的海外业务占比已领先其他同行，成为 A 股第一。从区域上看，科达扎根非洲、延伸南美，区域上有别于大多数建材公司。

#### 东非+西非是研究对象，建材空间大、节奏存在预期差

根据科达的产能布局思路，将我们的研究半径缩小到东非+西非。至 2024 年底，公司海外建材业务在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆 6 国拥有 10 个生产基地。

关于发展空间和节奏，我们认为空间很大、节奏存在预期差。首先，东非+西非人口增速最快。第二，人均消费力提升的关键看居民可支配收入提升。其中，关键是经济总量提升、贫富差距不宜迅速扩大。(1) 我们判断当前东西非的瓷砖人均消费量低于 0.96 平，低于非洲的平均水平，处于发展初期。(2) 发展阶段初级并不是未来增长的前提条件。样本国家的 GDP 绝对值同比增速在 3-6% 区间居多；从人口基数和密度角度看样本国家整体有潜力；从资源禀赋角度看各个国家不同，对应着工业化的前提条件不同。(3) 近年来大宗商品的价格上涨，为非洲多国带来资源增值，加快国家层面的资本积累。但从出口和进口结构看，样本非洲国家仍处于工业基础薄弱的阶段，未来工业化“0-1”的阶段值得期待。整体而言，不同国家禀赋有差距，矿产资源、旅游资源等为部分国家带来资本积累，积累工业化的基础，中国在本轮非洲发展建设中积极参与。

#### 市场壁垒高筑，留给新进入者的空间有限

非洲投资、合作共赢，科达与森大合作，是非洲经商模式典范。我们认为科达先发优势明显，留给新进入者的空间有限。

#### 受益提价+拓品类，报表改善进行时

25Q1 海外建材经营拐点确立，单季度公司整体收入及盈利能力明显改善，主因系海外瓷砖提价+拓品类见成效。

#### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15.44、18.07 和 19.62 亿元，现价对应动态 PE 分别为 12x、11x、10x，给以 2025 年 18 倍估值，目标价 14.49 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

#### 风险提示

海外建材新增产能风险；海外建材价格战风险；海外建材新品类拓展不及预期；汇兑损益风险；国内建材机械需求下滑；碳酸锂价格波动。

#### 建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭 (执业 S1130524120004)

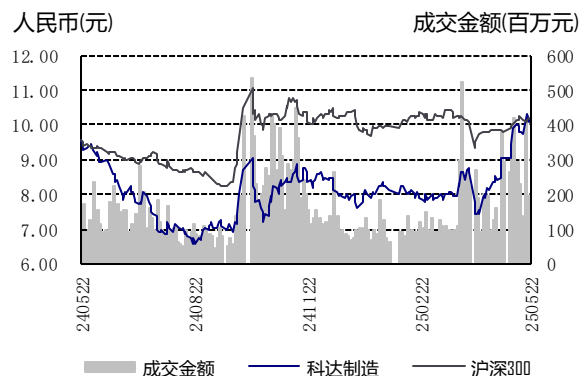
zhaoming@gjzq.com.cn

分析师：王龙 (执业 S1130525010002)

wanglong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.06 元

目标价 (人民币)：14.49 元



#### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 9,696   | 12,600  | 14,974 | 16,540 | 18,031 |
| 营业收入增长率        | -13.10% | 29.96%  | 18.83% | 10.46% | 9.01%  |
| 归母净利润(百万元)     | 2,092   | 1,006   | 1,544  | 1,807  | 1,962  |
| 归母净利润增长率       | -50.79% | -51.90% | 53.43% | 17.03% | 8.62%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.074   | 0.525   | 0.805  | 0.942  | 1.023  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.38    | 0.29    | 1.73   | 1.63   | 1.78   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 18.35%  | 8.77%   | 12.45% | 13.40% | 13.38% |
| P/E            | 9.37    | 19.17   | 12.50  | 10.68  | 9.83   |
| P/B            | 1.72    | 1.68    | 1.56   | 1.43   | 1.32   |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1 科达制造：立足陶机，出海建材，新一期员工持股计划落地.....    | 4  |
| 2 扎根非洲、拓展南美，建材出海第一股.....             | 7  |
| 2.1 东非+西非市场是研究对象.....                | 7  |
| 2.2 东非+西非建材成长空间大，但发展节奏存在预期差.....     | 8  |
| 2.3 第一曲线瓷砖：科达+森大，1+1>2.....          | 14 |
| 2.4 第二曲线玻璃：正向贡献明显，国别延伸南美.....        | 15 |
| 2.5 渗透率+市占率的第一阶段完成，步入稳定高盈利的第二阶段..... | 16 |
| 3 陶瓷机械：海外收入占比达 60%，看点在全球定价与品类延展..... | 19 |
| 4 锂矿投资：蓝科投资回报颇丰.....                 | 20 |
| 5 盈利预测与投资建议.....                     | 21 |
| 盈利预测.....                            | 21 |
| 投资建议及估值.....                         | 23 |
| 风险提示.....                            | 24 |

## 图表目录

|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1： 科达制造公司历程梳理（1992 年以来）.....                               | 4  |
| 图表 2： 科达制造股权结构（截至 25Q1 期末）.....                               | 5  |
| 图表 3： 科达制造 2025 年员工持股计划.....                                  | 5  |
| 图表 4： 2017-2024 年公司收入表现情况.....                                | 6  |
| 图表 5： 2017-2024 年公司归母净利润情况.....                               | 6  |
| 图表 6： 2017-2024 年公司毛利率、净利率情况.....                             | 6  |
| 图表 7： 2017-2024 年公司各项费用率情况.....                               | 6  |
| 图表 8： 2017-2024 年收入结构中海外建材则增加明显.....                          | 6  |
| 图表 9： 2017-2024 年公司各业务毛利率.....                                | 6  |
| 图表 10： 2024 年建材、建筑 A 股上市公司海外收入对比（部分）.....                     | 7  |
| 图表 11： 非洲按地理区域分类.....                                         | 8  |
| 图表 12： 非洲按气候分类.....                                           | 8  |
| 图表 13： 科达制造海外建材产能布局（截至 2025 年 3 月）.....                       | 8  |
| 图表 14： 东非/西非人口增速领先于北非/南部非洲（取代表性国家平均值）.....                    | 9  |
| 图表 15： 2023 年非洲瓷砖消费量达 14.21 亿平、同比+12.5%，同期全球瓷砖消费量同比-5.0%..... | 10 |
| 图表 16： 非洲人均瓷砖消费量呈现持续增长.....                                   | 10 |
| 图表 17： 非洲人均瓷砖消费量远低于亚洲/欧洲.....                                 | 10 |



|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| 图表 18: 非洲资源禀赋差异大, 金属矿产、油气、森林、水资源开发力度不同 .....                  | 11 |
| 图表 19: 2023 年吸收外资存量 (亿美元) .....                               | 13 |
| 图表 20: 金铜价大幅增长为资源增值 .....                                     | 13 |
| 图表 21: 非洲样本国家出口优势及外资来源地梳理 .....                               | 13 |
| 图表 22: 中国企业海外瓷砖产能布局 (数据截至 2022 年 7 月, 可能存在时滞性) .....          | 14 |
| 图表 23: 公司海外建材合作方森大集团, 在非洲经营快消品如卫生巾 .....                      | 15 |
| 图表 24: 2024 年 8 月特福国际坦桑浮法一期点火 .....                           | 16 |
| 图表 25: 公司海外玻璃产能布局 .....                                       | 16 |
| 图表 26: 公司海外洁具产能布局 .....                                       | 16 |
| 图表 27: 公司非洲瓷砖产能布局 .....                                       | 17 |
| 图表 28: 2024 年海外建材收入 47.15 亿元, 占比达 37% .....                   | 17 |
| 图表 29: 2024 年公司海外建材毛利占公司整体的 45% .....                         | 17 |
| 图表 30: 公司海外建材毛利率持续高于整体毛利率 .....                               | 18 |
| 图表 31: 海外建材业务贡献归母净利及占比 .....                                  | 18 |
| 图表 32: 25Q1 公司整体营收 37.67 亿元、同比+47% .....                      | 18 |
| 图表 33: 25Q1 公司整体归母净利 3.47 亿元、同比+11% .....                     | 18 |
| 图表 34: 25Q1 公司整体毛利率 29.68%, 同比+2.83pct、环比+5.73pct .....       | 19 |
| 图表 35: 蒙娜丽莎产品结构变化 .....                                       | 19 |
| 图表 36: 2020 年蒙娜丽莎各产品单价 .....                                  | 19 |
| 图表 37: 2024 年公司建材机械收入 56.05 亿、同比+25% .....                    | 20 |
| 图表 38: 公司建材机械拓展跨行业/领域应用 .....                                 | 20 |
| 图表 39: 2017 年公司通过 4 次对外投资、合计 13.40 亿元, 持股蓝科锂业 43.58% 股权 ..... | 20 |
| 图表 40: 2016-2024 年蓝科锂业经营数据 .....                              | 21 |
| 图表 41: 当前碳酸锂价格处于低位 .....                                      | 21 |
| 图表 42: 盈利预测拆分 .....                                           | 22 |
| 图表 43: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....                                  | 23 |



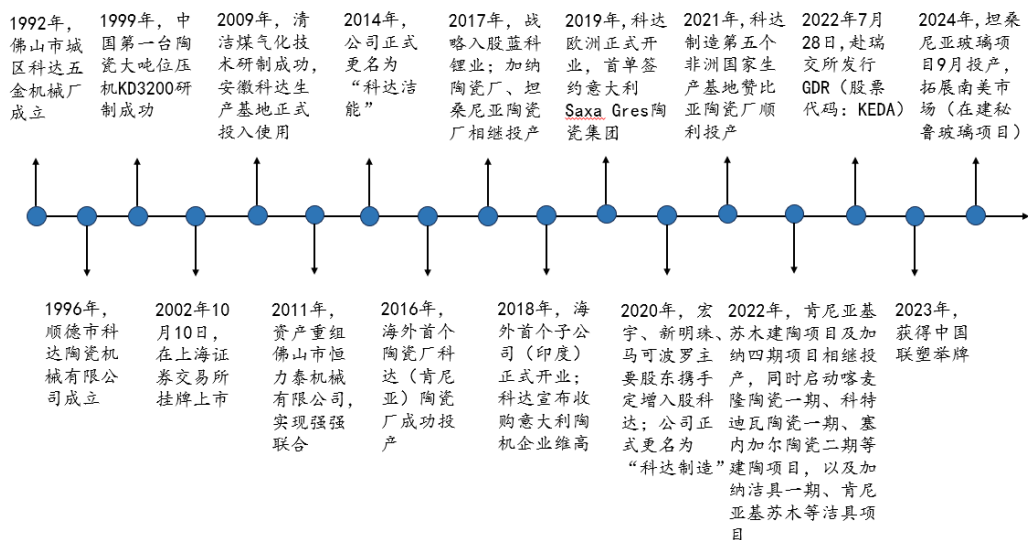
## 1 科达制造：立足陶机，出海建材，新一期员工持股计划落地

科达制造，因成立时间早、上市时间早（1992 年创立，2002 年在上交所上市），在过往 30 多年的历程中，科达涉足多个业务领域，因此不同时期接触科达制造、会留有不同印象。但整体而言，科达一直坚守主业（陶瓷机械）、并守正出奇，例如创业时期的第一主业陶瓷机械得到长期积淀后，现已在细分领域获得全球领先地位（亚洲第一、全球第二），目前仍为公司根基、主业，其他业务方向例如①海外建材，从尝试到坚持再到发展前景充分打开，②参股蓝科锂业，投资回报非常丰厚，③也同样存在逐步退出的清洁能源业务、④在培育期的锂电负极业务。具体来看，2024 年公司实现收入 126 亿元、同增 30%，其中，建材机械收入占比 44.5%、海外建材占比 37.40%，锂电材料占比 7.0%，预计 2025 年收入盈利的结构中会进一步突出海外建材。

较早参与全球化竞争，这份经历让科达和普通内需企业、出口企业区分明显，表现出不同的视野、格局。科达制造相对于传统制造行业，呈现出经营多元化、市场全球化、治理现代化的特征，具有稀缺性，具体表现为：

- 在擅长领域做到极致，出海获得全球定价权（不仅市占率高，同样也得到海外资本市场认可，例如 2022 年在瑞交所发行 GDR，股票代码：KEDA）；
- 在产业链延展理性尝试，在非洲立足瓷砖生产+销售，产能不盲目“落子”国内；
- 在相关性不强的业务上保持积极心态，风口上创利颇丰，但投资行为相对谨慎；
- 非家族制管理架构（科达总部佛山，本地制造业多为家族制）。

图表1：科达制造公司历程梳理（1992 年以来）



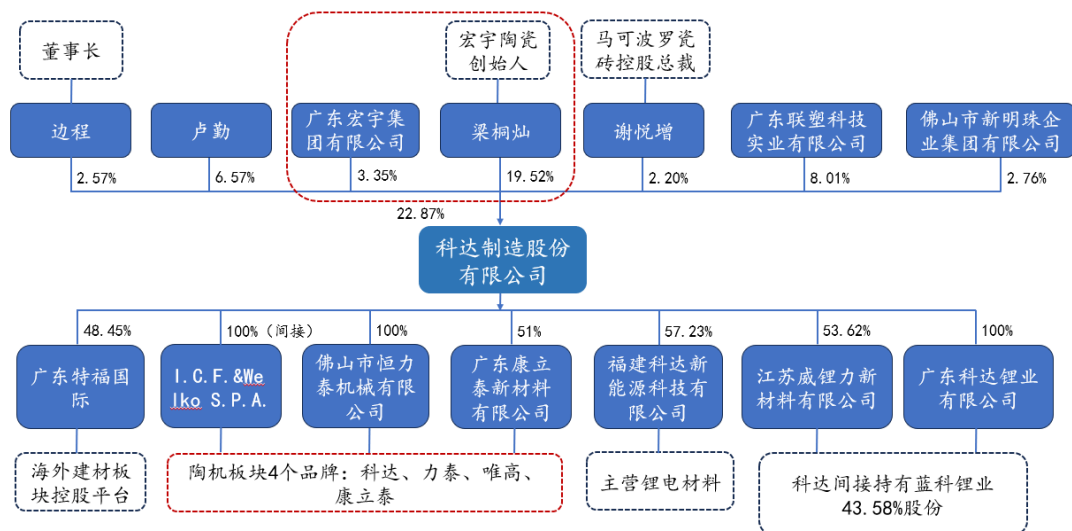
来源：公司官网，国金证券研究所

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 25Q1 期末，公司继续保持无实控人的管理架构：

- 第一大股东为梁桐灿（广东宏宇集团创始人），持股 19.52%，梁桐灿及其一致行动人广东宏宇集团合计持股 22.88%，其中广东宏宇集团曾于 2024 年 5 月竞拍新华联股份所持的 3.35%股份、2024 年 6 月完成过户（新华联为按流程处置所需）；
- 中国联塑 2023 年 2 月举牌、目前持股 8.01%；
- 创始人卢勤持股 6.57%；
- 董事长边程 1998 年加入科达、当前持股 2.57%，边程及其一致行动人合计持股 5.15%；
- 国内陶瓷企业新明珠、马可波罗及其部分高管同样有持股，新明珠持股 2.76%，马可波罗控股总裁谢悦增持股 2.20%。



图表2: 科达制造股权结构 (截至 25Q1 期末)



来源: wind, 国金证券研究所

此外, 科达制造在上市 20 年间, 积极推动过 5 次股权激励或员工持股计划, 前 4 次覆盖超 1000 人次的骨干和优秀员工。

最近一次为 2025 年 4 月正式推出员工持股计划, 金额不超过 2.48 亿元, 参与总人数最终不超过 500 人, 制定 2025-2027 年收入及扣非归母净利润 (计算扣非归母净利润时, 将剔除汇兑损益+蓝科锂业投资收益+与激励等相关股份支付费用) 的同比增速目标值分别为 20%、20.8%、20.7%。

图表3: 科达制造 2025 年员工持股计划

| 所属期间                                       |        | 考核业绩             | 以 2024 年营业收入为基数的营业收入累计增长率 (A) |          | 以 2024 年净利润为基数的净利润累计增长率 (B) |          |
|--------------------------------------------|--------|------------------|-------------------------------|----------|-----------------------------|----------|
|                                            |        |                  | 目标值 (Am)                      | 触发值 (An) | 目标值 (Bm)                    | 触发值 (Bn) |
| 首次授予部分及 2025 年 9 月 30 日 (含) 前确定分配方案的预留授予部分 | 第一个解锁期 | 2025 年           | 20.00%                        | 16.00%   | 20.00%                      | 16.00%   |
|                                            | 第二个解锁期 | 2025 年至 2026 年合计 | 165.00%                       | 152.00%  | 165.00%                     | 152.00%  |
|                                            | 第三个解锁期 | 2025 年至 2027 年合计 | 340.00%                       | 312.00%  | 340.00%                     | 312.00%  |
| 2025 年 9 月 30 日后确定分配方案的预留授予部分              | 第一个解锁期 | 2025 年至 2026 年合计 | 165.00%                       | 152.00%  | 165.00%                     | 152.00%  |
|                                            | 第二个解锁期 | 2025 年至 2027 年合计 | 340.00%                       | 312.00%  | 340.00%                     | 312.00%  |

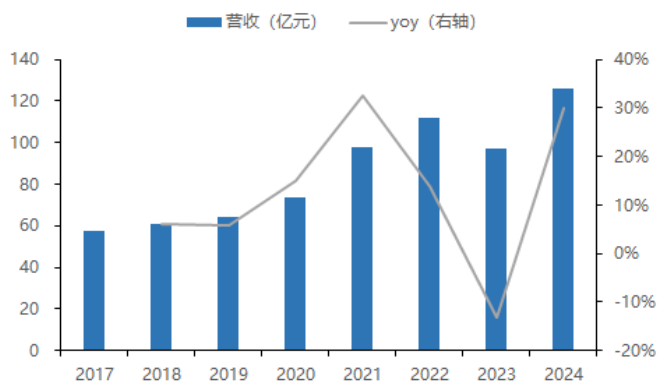
来源: wind, 国金证券研究所

财务方面, 我们以 2017 年及以后为重点观测起点, 因 2017 年开始蓝科与海外建材均开始有明显产出。2017-2024 年公司营收从 57.29 亿增至 126 亿元, CAGR 为 11.9%, 整体表现稳健。2023 年公司实现营收 96.96 亿元、同比-13.1%, 主因系陶机业务受国内房地产市场影响、以及负极材料终端价格下降影响。2024 年公司实现营收 126 亿元、同比+30.0%, 主因系①加速陶瓷机械业务全球布局, 深化其本土化服务并推动产品迭代创新, ②稳步推进海外建材业务项目建设与市场运营, 优化产能布局, 提升市场份额。

2017-2024 年公司归母净利从 4.79 亿增至 10.06 亿元, CAGR 为 11.2%。2018 年亏损, 主因系计提商誉减值准备和应收账款坏账准备。2019 年业绩扭亏为盈后、业绩保持快速增长, 2022 年归母净利 42.51 亿元, 同比+322.7%, 主因系碳酸锂产品价格快速上涨。2023、2024 年归母净利分别为 20.92、10.06 亿元, 同比分别为-50.8%、-51.9%, 主因碳酸锂价格下滑、卤水费用上涨。

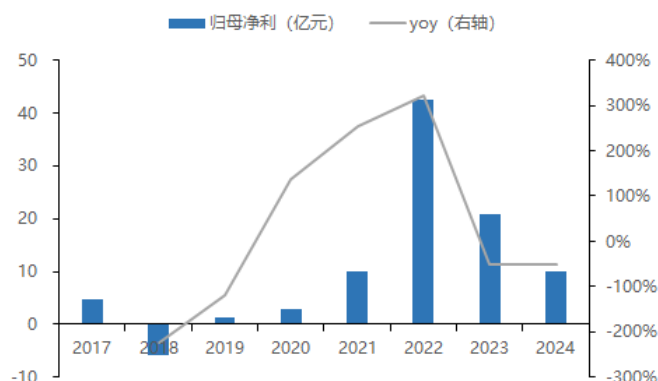


图表4：2017-2024 年公司收入表现情况



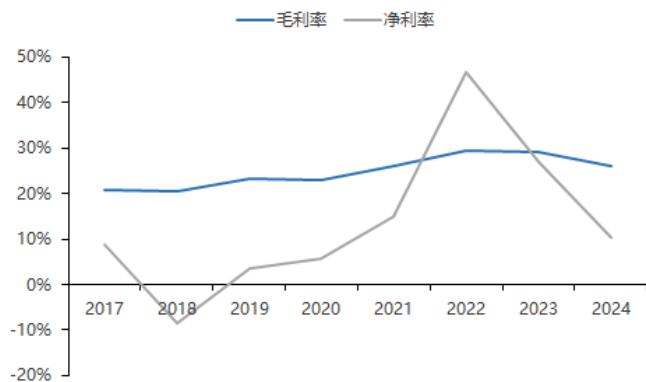
来源：wind，国金证券研究所

图表5：2017-2024 年公司归母净利情况



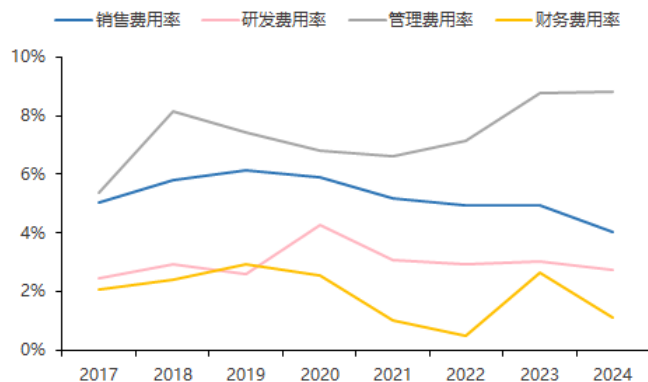
来源：wind，国金证券研究所

图表6：2017-2024 年公司毛利率、净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表7：2017-2024 年公司各项费用率情况

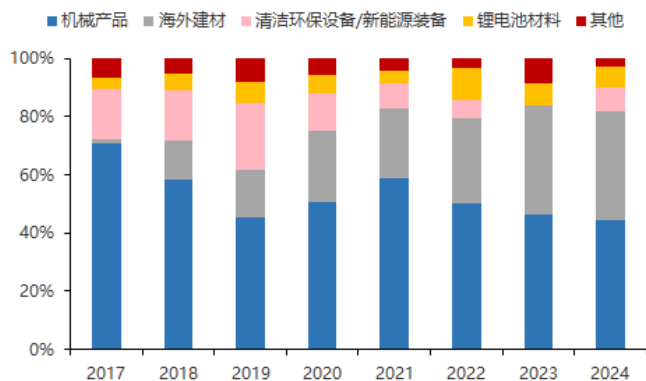


来源：wind，国金证券研究所

**产品结构方面**，以陶瓷机械、海外建材为主，锂电材料为辅，清洁能源业务已逐步完成出售。2018 年之前，公司主要通过陶瓷机械、洁能环保设备贡献收入，例如 2017 年机械、洁能环保设备收入占比分别为 71%、17%。2017-2024 年海外建材业务收入 CAGR 为 78.0%，2024 年占比达 37.4%，同期陶瓷机械业务收入 CAGR 为 4.7%，2024 年占比降至 44.5%。

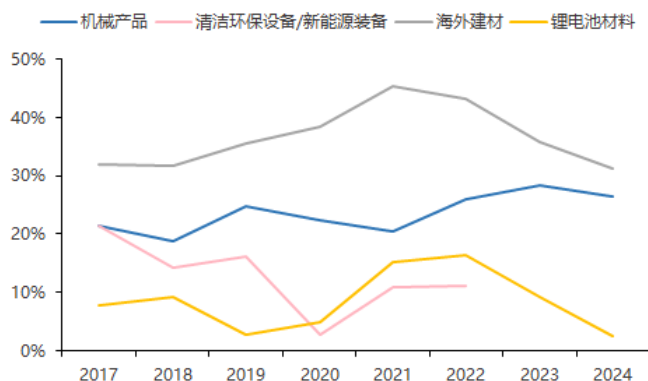
**盈利能力方面**，2024 年公司毛利率 25.95%、同比-3.29pct，主因系海外建材市场价格竞争。2024 年建材机械、海外建材、锂电材料毛利率分别为 26.6%、31.2%、2.4%。进入 2025 年盈利能力修复明显，25Q1 毛利率达到 29.68%。

图表8：2017-2024 年收入结构中海外建材则增加明显



来源：wind，国金证券研究所

图表9：2017-2024 年公司各业务毛利率



来源：wind，国金证券研究所



## 2 扎根非洲、拓展南美，建材出海第一股

在探讨科达海外竞争力之前，我们认为，有 2 个问题值得关注和提前说明，一是出海和出口的关系，二是出海和“一带一路”的关联。

- 第一，我们认为出海≠出口，两个概念不能混为一谈。较多的轻工家居链公司，常见去往东南亚、墨西哥建设基地，目的是规避关税风险、并以欧美为销售目标市场。东南亚与墨西哥更似国内产业链“溢出”。而出海更多是以本土制造、本土消费为模式，常见于家电、汽车、金属、建材、新消费等行业。
- 第二，我们认为出海的方向上，“一带一路”更值得被关注。自 2013 年提出共建“一带一路”倡议以来，我国已举办三届“一带一路”国际合作高峰论坛，分别是 2017 年 5 月、2019 年 4 月、2023 年 10 月，以及配套举办了 3 次“一带一路”建设工作座谈会，分别是 2016 年 8 月、2018 年 8 月、2021 年 11 月，均在高峰论坛召开之前。而 2024 年 12 月召开了第四次“一带一路”建设工作座谈会，因此从时间上看，2025 年可能成为又一重要节点。

**科达制造是建材出海第一股。**国内 A 股的建材上市公司中，如果采取“出海”口径，即满足 2 个条件①海外设有基地、②本地消纳为主，而非出口欧美为目的，科达制造的海外业务占比已领先其他同行，成为 A 股第一（建材品类）。从区域上看，科达已在非洲做出成绩，并延伸南美，区域选择上有别于大多数建材公司。

图表 10：2024 年建材、建筑 A 股上市公司海外收入对比（部分）

| 建材       | 出海占比  | 海外收入占比 | 备注（wind 口径） | 建筑   | 出海占比  | 海外收入占比 | 备注（wind 口径） |
|----------|-------|--------|-------------|------|-------|--------|-------------|
| 科达制造     | 37.3% | 63.6%  |             | 上海港湾 | 未直接披露 | 83.0%  |             |
| 华新水泥     | 未直接披露 | 23.5%  |             | 北方国际 | 未直接披露 | 56.6%  |             |
| 中国巨石     | 未直接披露 | 37.4%  |             | 中材国际 | 未直接披露 | 48.3%  |             |
| 濮耐股份     | 未直接披露 | 28.0%  |             | 中钢国际 | 未直接披露 | 47.9%  |             |
| 长海股份     | 未直接披露 | 24.0%  |             | 中国化学 | 未直接披露 | 24.8%  |             |
| 志特新材     | 未直接披露 | 20.6%  |             | 中国交建 | 未直接披露 | 17.5%  | 中国港澳台及海外    |
| 坚朗五金     | 未直接披露 | 13.3%  | 中国港澳台及海外    | 中国电建 | 未直接披露 | 14.3%  |             |
| 中材科技     | 未直接披露 | 9.9%   |             | 山东路桥 | 未直接披露 | 6.5%   |             |
| 中国联塑(hk) | 未直接披露 | 8.5%   | 中国境外        | 中国铁建 | 未直接披露 | 6.2%   |             |
| 北京利尔     | 未直接披露 | 6.8%   |             | 中国中铁 | 未直接披露 | 5.9%   |             |
| 伟星新材     | 未直接披露 | 5.7%   |             | 中国建筑 | 未直接披露 | 5.4%   | 中国港澳台及海外    |
| 海螺水泥     | 未直接披露 | 5.1%   |             |      |       |        |             |
| 北新建材     | 未直接披露 | 1.6%   |             |      |       |        |             |

来源：wind，国金证券研究所

注 1：“出海占比”特指公司的海外基地、非以出口欧美为目的的收入在总收入比例；

注 2：科达制造出海占比 37.3%，为测算值，公司在年报中披露海外建材收入 47 亿， $47/126=37.3\%$ ；

注 3：建筑施工模式不同于建材，不具有可比性。

### 2.1 东非+西非市场是研究对象

参考中国的建材行业发展脉络，我们以人为核心，人口增长与人均消费力提升是 2 个重要维度，在这个角度去看非洲的发展潜力。研究之前，我们也提出一个重要前提，非洲不适合作为一个整体看待。

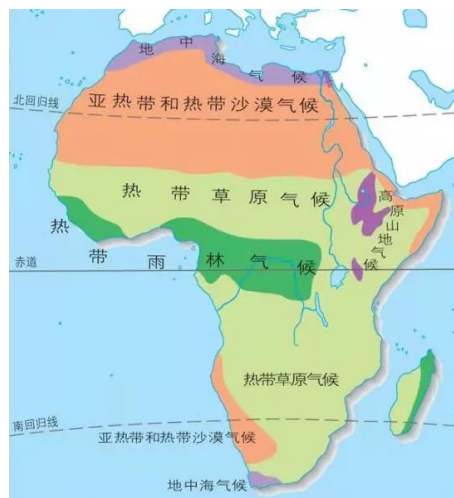
非洲确实在致力一体化，但商业角度还远未到作为一个整体看待的时点。非洲总面积 3020 万平方千米，几乎是中国国土面积的 3 倍大小，2013 年发起的《2063 年议程》进度跨越半个世纪，2024 年 2 月 19 日第 37 届非洲联盟（非盟）首脑会议在埃塞俄比亚首都闭幕，非盟总部位于此处（非盟 2002 年正式取代非统），非洲大陆自贸区是旗舰项目。



因为非洲实际上包含了 55 个国家和地区，经济发展水平、文化习俗、人口结构、资源禀赋、气候、民族&宗教的差别都很大。按惯例，可根据地理空间分为 5 个区域，东非、西非、北非、南非、中非。非洲区域性组织包括，南部非洲关税同盟、中部非洲经济与货币共同体、中部非洲国家经济共同体、西非国家经济共同体、西非经济货币联盟、南部非洲发展共同体、东非共同体、东部和南部非洲共同市场等。

图表11：非洲按地理区域分类

图表12：非洲按气候分类



来源：百度地图，国金证券研究所

来源：百度地图，国金证券研究所

根据科达的产能布局思路，可以将我们的研究半径缩小到东非+西非。截至 2024 年底，公司海外建材业务在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆 6 国拥有 10 个生产基地，运营 19 建筑陶瓷产线、2 条洁具产线及 2 条玻璃产线，另有科特迪瓦陶瓷基地在建。

图表13：科达制造海外建材产能布局（截至 2025 年 3 月）

海外建材整体产能布局



来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.2 东非+西非建材成长空间大，但发展节奏存在预期差

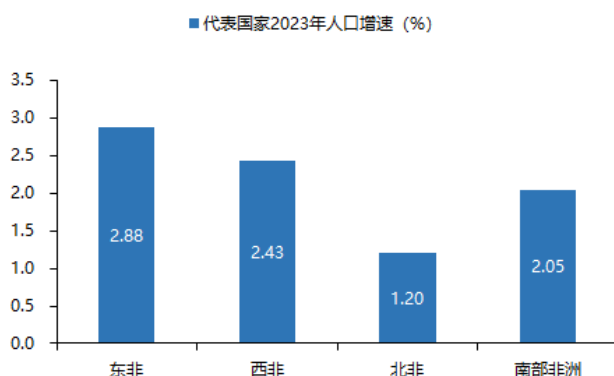
首先，人口角度，东非+西非人口增速最快。2023 年全球人口增速仅为 0.9%，非洲撒哈拉以南地区人口增速在 2.5%、接近全球增速的 3 倍。分具体区域看，东非、西非的人口增长更快。



- 东非地区主要国家的人口增速普遍较快,例如肯尼亚人口数 2023 年同比增速 1.98%,坦桑尼亚+2.9%,乌干达+2.8%,卢旺达+2.2%,布隆迪+2.73%,南苏丹+4.11%,刚果(金)+3.26%,索马里+3.08%。
- 西非地区选取经济体量较大的国家对比,尼日利亚人口数 2023 年同比增长 2.1%,科特迪瓦+2.5%,加纳+1.9%,塞内加尔+2.39%,马里+2.97%,喀麦隆+2.64%,几内亚+2.46%,贝宁+2.52%,多哥+2.33%等。
- 北非地区主要国家的人口增速明显已经回落,例如埃及人口数 2023 年同比增长 1.69%,利比亚+1.13%,突尼斯+0.67%,阿尔及利亚+1.5%,摩洛哥+1.02%等。
- 南部非洲主要国家的人口增速类似北非,例如南非人口数 2023 年同比增长 1.33%,津巴布韦+1.68%,博茨瓦纳+1.64%,增速较快的包括纳米比亚+2.51%,赞比亚+2.79%,安哥拉+3.08%,马拉维+2.57%,莫桑比克+2.95%,也存在负增长国家例如毛里求斯-0.12%。

注:非洲按东南西北的划分标准并不唯一,部分国家在其他标准下可能属于非洲中部。

图表14: 东非/西非人口增速领先于北非/南部非洲(取代表性国家平均值)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

**第二,人均消费力提升的关键看居民可支配收入提升。**其中,经济总量提升是前提,其次是贫富差距不会迅速扩大。但是这个“命题”非常复杂,不能轻易得到结论。

(1) 我们先要确定东非和西非的建材消费处于什么阶段,结论是,我们判断当前东西非的瓷砖人均消费量低于 0.96 平,低于非洲的平均水平,处于发展初期。

- 纵向角度,根据 MECS-Acimac 数据,2023 年非洲整体瓷砖产量达 11.78 亿平、同比+9.9%(全球同比-5.5%),消费量达 14.21 亿平、同比+12.5%(全球同比-5.0%),是全球唯一实现产销双增长的地区。MECS-Acimac 预测 2022-2026 年非洲瓷砖消费量 CAGR 超 6%、是全球瓷砖消费市场增长最快的地区。2023 年非洲 14.81 亿人口,人均瓷砖消费量 0.96 平、同比+12%,较 2017 年的人均瓷砖消费量(0.71 平)增长 34%。东非、西非发展水平弱于南北非,因此估计在瓷砖的人均消费水平上,东西非低于平均值。
- 横向角度,2023 年中国人均瓷砖消费量达 4.34 平、欧盟 1.85 平、亚洲 2.29 平,但不同国家因居民生活习惯不同,人均瓷砖消费量有差别,例如中国消费者地面装饰材料更偏好瓷砖,而部分发达国家相对喜欢选择地毯或其他地面装饰材料。因此非洲整体 0.96 平,远低于其他大区,可以判定仍在发展初期。



图表15：2023 年非洲瓷砖消费量达 14.21 亿平、同比+12.5%，同期全球瓷砖消费量同比-5.0%

|              | 2023 年瓷砖消费量（亿平） | 同比           |
|--------------|-----------------|--------------|
| 欧盟（27 国）     | 8.31            | -17.1%       |
| 欧洲其他国家（含土耳其） | 6.36            | 0.2%         |
| 北美洲（含墨西哥）    | 5.51            | -5.0%        |
| 中南美洲         | 12.17           | -1.9%        |
| 亚洲           | 109.2           | -0.7%        |
| <b>非洲</b>    | <b>14.21</b>    | <b>12.5%</b> |
| 大洋洲          | 5.1             | 0.0%         |
| 合计           | 156.27          | -17.1%       |

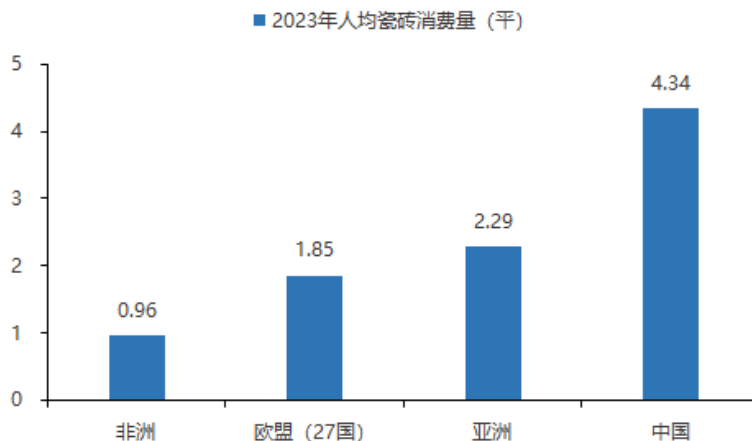
来源：MECS-Acimac，国金证券研究所

图表16：非洲人均瓷砖消费量呈现持续增长

|      | 非洲人口（亿人） | 非洲瓷砖消费量（亿平） | 非洲人均瓷砖消费量（平，右轴） |
|------|----------|-------------|-----------------|
| 2017 | 12.83    | 9.2         | 0.72            |
| 2022 | 14.47    | 12.42       | 0.86            |
| 2023 | 14.81    | 14.21       | 0.96            |

来源：MECS-Acimac，wind，国金证券研究所

图表17：非洲人均瓷砖消费量远低于亚洲/欧洲



来源：wind，中国陶瓷网，国金证券研究所

（2）发展阶段初级并不是未来增长的前提条件。基于科达的经营范围，我们缩小样本到 15 个国家，其中，7 个东非国家（东共体）、5 个西非国家，以及 3 个对照组国家（尼日利亚、南非、埃及）。从人均 GDP（不变价）角度，东非、西非多国和中国 1990-2000 年的时间段的指标相似，大多数在 1000-2000 美元之间，因此常与我国 90 年代对比。

我们先观察当前人均 GDP 表现（不变价），以 2018-2023 年复合增速为例：

- 从绝对角度，这一指标①超过 2%的有 7 个国家：肯尼亚 2.5%、卢旺达 4.2%、刚果（金）2.6%、科特迪瓦 2.7%、几内亚 2.7%、埃及 2.9%；②4 个国家增速 1-2%之间；③3 个国家下滑：布隆迪-0.9%、尼日利亚-0.1%、南非-1.2%。由此可见，非洲发展阶段不同、指标分化差异大。
- 从相对角度，这些非洲国家的人均 GDP 增长并不快，如果参考中国当前的表现，2023 年人均 GDP（不变价）1.22 万美元，过去 5 年复合增速仍有 4.8%。如果参考中国 90 年代表现，1990-1995 年复合增速 11%，1995-2000 年复合增速 7.6%。



样本国家的 GDP 绝对值同比增速在 3-6% 区间居多，我们对比 2023-2024 年 2 年 GDP（不变价）同比均值：

- 一方面看增速绝对值表现，①超过 5% 的国家有 8 个，东非的肯尼亚、坦桑尼亚、乌干达、卢旺达、刚果（金），西非的塞内加尔、科特迪瓦、几内亚；②3 个发展实力较强的对照组增速偏弱，有 2 个国家增速 3.1%、1 个 1.2%（南非）。③4-5% 之间 2 个，分别是赞比亚 4.7%、加纳 4.4%。④4 个国家增速在 3-3.5%。
- 另一方面看和中国的相对表现。中国在 90 年代呈现的是双位数或者高个位数增长，并且趋势延续到了 2000 年以后。

从人口基数和密度角度，样本国家整体有潜力。我们选择的 15 个国家国土面积合计约 959 万平方公里，人口数量合计 8.8 亿人，对比 1995 年中国人口数量约 12 亿人，但彼时中国的人口增速不及大部分样本国家。

从资源禀赋角度看，各个国家的资源富集程度和优势资源类别不同，金属矿产、油气、森林、水资源开发力度不同，各个国家的优势和开采条件、监管要求不同，以及他们的创汇、资本积累程度不同，对应着工业化的前提条件不同。

图表 18：非洲资源禀赋差异大，金属矿产、油气、森林、水资源开发力度不同

| 国别    | 探明石油储量                  | 探明天然气储量             | 优势矿产                                                                                          | 森林面积                         | 水资源                   |
|-------|-------------------------|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|-----------------------|
| 东非地区  |                         |                     |                                                                                               |                              |                       |
| 肯尼亚   | 7.5 亿桶（2012 年），开发具有不确定性 |                     | 纯碱、盐、萤石、石灰石、重晶石、金、银、铜、铝、锌、铌和钽等；多数矿藏尚未开发                                                       | 树木面积 7.18 万平方公里              |                       |
| 坦桑尼亚  |                         | 探明储量 57 万亿立方英尺      | 黄金（金矿储量约 80 万吨）、钻石（储量约 250 万吨）、金刚石、铁（估计储量超过 3 亿吨）、镍、铀、磷酸盐、煤（探明储量 3.24 亿吨/估计储量 20 亿吨以上）以及各类宝石等 | 森林和林地面积共 4400 万公顷，占国土面积的 46% | 丰富，发电潜力超过 4.78 亿千瓦    |
| 乌干达   | 已探明 65 亿桶，可采储量约 14 亿桶   | 已探明储量 142 亿立方       | 石油、云母、长石、绿柱石、石棉、石灰石（已探明储量 2300 万吨）、磷酸盐、铁（1 亿吨）、蛭石、钽、钒、高岭土（2300 万吨）等多种                         | 森林覆盖率为 12%                   | 丰富，水力发电潜力约 2000 兆瓦    |
| 卢旺达   |                         | 基伍湖天然气蕴藏量约 600 亿立方米 | 整体贫乏；已开采的矿藏有锡（储藏量约 10 万吨）、钨、铌、钽、黄金等，新探明的矿产有稀土、部分宝石、钴和锂；泥煤储量大约 135 亿立方米                        | 森林面积约 28.3 万公顷，占全国面积的 11.9%  |                       |
| 布隆迪   |                         |                     | 镍（已探明镍矿储量 2.61 亿吨）、稀土、泥炭、高岭土（储量 1870 万吨）、黄金、磷酸盐（储量 3050 万吨）、钒（储量 1600 万吨）和锡、石灰石（储量 200 万吨）等   |                              |                       |
| 刚果（金） | 已探明 5150.66 万桶          | 已探明 300 亿立方米        | 铜的储量 7500 万吨，占世界的 15%；钴的储量 450 万吨，占世界的 50%；铌矿资源 3000 万吨，占世界总量的 80%；钻石储量约 2.06 亿克拉。            |                              |                       |
| 赞比亚   |                         |                     | 铜（储量 3500 万吨/铜矿之国）、钴（储量约 68 万吨/非洲第 2）、锌、铅、镍、铂、锰、锡、铁和黄金等                                       | 约有 45% 的国土被森林覆盖，禁止原木和方木出口    | 丰富，地表水占南部非洲地表水储量的 42% |
| 西非地区  |                         |                     |                                                                                               |                              |                       |
| 加纳    | 储量 29 亿桶，产量 4825 万桶     |                     | 黄金（储量 20 亿盎司）、钻石、铝矾土（储量 9 亿吨）、铁、锰（储量 6000 万吨）和油气                                              | 5.29 万公顷，禁止原木、红木出口           |                       |



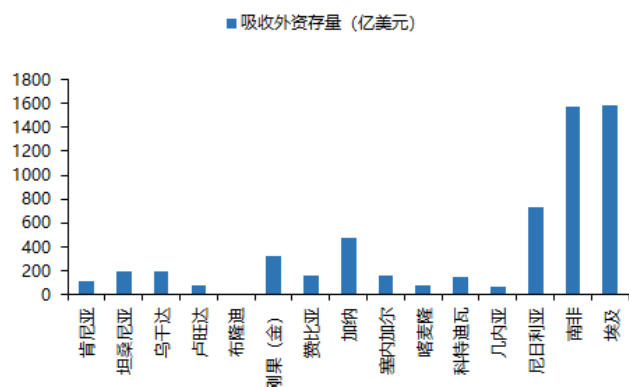
| 国别         | 探明石油储量                                 | 探明天然气储量                     | 优势矿产                                                                                            | 森林面积                                     | 水资源                            |
|------------|----------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------|
|            | (2023 年)                               |                             |                                                                                                 |                                          |                                |
| 塞内加尔       | 中部和南部海上油田预估储量 5.3 亿吨，桑戈马尔可开采石油储量 27 亿桶 | 桑戈马尔可开采天然气 700 亿立方米         | 磷酸盐、铁、黄金、铜、钻石、钛等                                                                                | 森林面积约 620.5 万公顷，占全国面积的 31.5%             | 较丰富                            |
| 喀麦隆        | 储量约 1 亿吨                               | 储量约 5000 亿立方米               | 铁矿（储量 66-86 亿吨）、铝矾土（储量约 11 亿吨/非洲第二）、金红石（约 300 万吨）、铀矿（约 2 万吨）                                    | 2250 万公顷，占领土面积的 46.3%，可采伐林面积 1690 万公顷    | 丰富，水电总蕴藏量 55.2GW，水电发电量占整体的 72% |
| 科特迪瓦       | 储量约 25 亿桶                              | 储量 3.3 万立方英尺                | 钻石（储量约 1000 万克拉）、黄金（储量约 600 吨）、锰（储量 3500 万吨）、镍（储量约 3 亿吨）、铀、铁（铁矿石储量约 27 亿吨）、石油和天然气、铝土矿（储量 12 亿吨） | 2020 年森林面积仅为 283 万公顷，曾经 1500 万公顷（1960 年） |                                |
| 几内亚        | 沿海大陆架已发现石油                             |                             | 已探明铝矾土储量 290 多亿吨，占世界 30%；铁矿储量约 200 亿吨；黄金储量约 1 万吨；钻石 4000 万克拉                                    | 1318 万公顷，占国土面积的 53.63%                   | “西非水塔”，水电蕴藏量达 600 万千瓦，开发力度低    |
| <b>对照组</b> |                                        |                             |                                                                                                 |                                          |                                |
| 尼日利亚       | 储量约 368.9 亿桶（非洲第 2、世界第 11）             | 储量达 5.76 万亿立方米（非洲第 1、世界第 8） | 石油、天然气、煤（优质储量约 27.5 亿吨/西非唯一产煤国）、石灰石、大理石、铁矿、锌矿以及锂、锡、铌、钽和铀等                                       |                                          |                                |
| 南非         | 缺乏，煤炭资源，石油、天然气主要依赖进口                   | 缺乏，煤炭资源，石油、天然气主要依赖进口        | 铂族金属、锰矿石、铬矿石、铝硅酸盐、黄金、钻石、氟石、钒、蛭石、锆族矿石、钛族矿石等                                                      |                                          |                                |
| 埃及         | 31 亿桶（4 亿吨）                            | 2.1 万立方米                    | 探明磷酸盐储量约为 70 亿吨，铁矿 6000 万吨，还有锰、煤、金、锌、铬、银、钼、铜、滑石、黑砂等                                             |                                          |                                |

来源：商务部，国金证券研究所

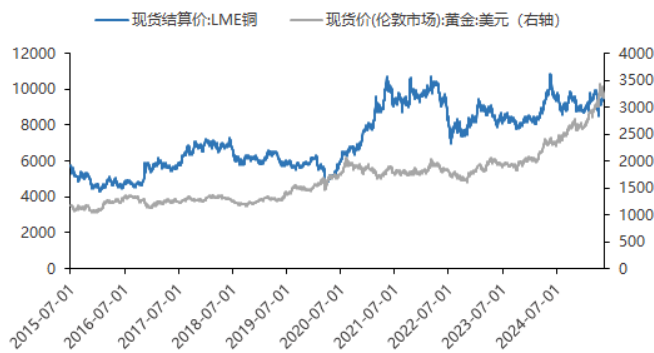
（3）近年来大宗商品的价格上涨，为非洲多国带来资源增值，加快国家层面的资本积累。工业发展需要资本投入和资源支持，非洲多国已经意识到不能停留在简单的油气和矿产、森林开发，更应该做向产业链延伸提高附加值，以及加强本国资源保护意识。从出口和进口结构看，大部分非洲国家仍处于工业基础薄弱的阶段，未来工业化“0-1”的阶段值得期待。



图表19：2023 年吸收外资存量（亿美元）



图表20：金铜价大幅增长为资源增值



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表21：非洲样本国家出口优势及外资来源地梳理

|       | 出口金额 top 品类             | 出口贸易 top 国家        | 外资来源地                           | 外资流入领域                   |
|-------|-------------------------|--------------------|---------------------------------|--------------------------|
| 肯尼亚   | 茶叶、园艺、咖啡、服装、钢铁、服务       | 中国、阿联酋、印度          | 英国、美国、德国、法国、日本、加拿大、南非           |                          |
| 坦桑尼亚  | 烟草、咖啡、棉花、腰果、茶叶          | 印度、南非、阿联酋、东共体      | 中国、英国、美国、毛里求斯、印度                |                          |
| 乌干达   | 黄金、咖啡、玉米、钢铁、水产品         | 东共体、中国、印度、阿联酋      | 荷兰、英国、毛里求斯、肯尼亚                  | 油、气和基础设施                 |
| 卢旺达   |                         | 阿联酋、刚果（金）、中国       |                                 |                          |
| 布隆迪   | 黄金、咖啡、茶                 | 阿联酋、中国、坦桑尼亚        |                                 |                          |
| 刚果（金） | 铜、钴、锌、钻石、黄金             | 中国、南非、比利时          |                                 |                          |
| 赞比亚   | 精炼铜、谷物、玉米粉              | 瑞士、中国、南非、刚果（金）、新加坡 | 加拿大、中国、荷兰、南非、瑞士和英国              | 矿业、制造业、能源、建筑             |
| 加纳    |                         | 中国、欧盟、阿联酋、英国       | 中国、英国、阿联酋                       | 服务业，包括通讯、酒店、零售等          |
| 塞内加尔  |                         | 中国、印度、比利时、西班牙等     | 法国、中国、土耳其、阿拉伯联合酋长国、摩洛哥、印度尼西亚和美国 |                          |
| 喀麦隆   | 原油、天然气、可可豆、木材           | 荷兰、法国、印度           |                                 |                          |
| 科特迪瓦  | 可可、原金、石油产品、天然橡胶         | 中国、尼日利亚、荷兰         |                                 |                          |
| 几内亚   | 铝土矿和黄金                  |                    |                                 |                          |
| 尼日利亚  | 原油和天然气                  | 荷兰、印度、西班牙          | 英国、新加坡、美国、荷兰和南非                 | 金融业、制造业和通信业等             |
| 南非    | 天然或养殖珍珠、宝石或半宝石、矿砂、车辆及零件 | 中国、美国、德国、印度        | 荷兰、英国、比利时、美国、德国、中国              | 金融、采矿、化工、食品饮料、烟草、汽车和零配件等 |
| 埃及    | 矿物燃料、矿物油及其产品；沥青等        | 中国、沙特、美国           |                                 |                          |

来源：商务部，国金证券研究所



## 2.3 第一曲线瓷砖：科达+森大，1+1>2

在非洲瓷砖产能布局上，科达选择性规避开原有的陶瓷产能富余区域以及自身陶机客户密集区域，从相对瓷砖市场比较落后的东、西非地区切入，遴选地缘政治相对稳定、资源相对丰富集中的国家，优先布局具有港口物流有利条件的区域。

参考科达目前在非洲的瓷砖产能，尝试总结布局思路：

- 选择基数偏低、市场潜力更大的东非/西非区域。2023 年东非区域人均 GDP 仅 1161 美元，而南非/北非区域人均 GDP 分别为 5765/3173 元，但东非市场潜力明显优于传统的南非/北非区域，2010-2023 年东非区域人均 GDP 的 CAGR 达 4.1%，而同期南非/北非区域分别为-2.1%/0.1%。公司东非布局的坦桑尼亚、肯尼亚 2010-2023 年人均 GDP 的 CAGR 分别为 4.0%、4.6%，而西非布局的加纳、塞内加尔、喀麦隆 2010-2023 年人均 GDP 的 CAGR 分别为 4.6%、2.3%、1.7%，远高于同期西非的-0.3%；
- 提前卡位优质区域，充分辐射周边市场，留给后进入者的产能布局空间偏小，形成产能先发优势。坦桑尼亚是东非人口第二大国、第三大经济体，目前东非成规模体量的玻璃只有科达投产+并购的坦桑尼亚玻璃项目，两者设计年产能已满足本土及肯尼亚、乌干达等周边国家及地区的玻璃需求；
- 优先布局具有港口物流有利条件的区域。以科达东非/西非重点布局的坦桑尼亚、加纳为例，①坦桑尼亚扼守印度洋入海口，拥有优良的港口，②加纳主要有特马港和塔克拉迪港，其中特马港是非洲最大人造海港。

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，2023 年非洲瓷砖产量 11.78 亿平、消费量 14.21 亿平（2.43 亿平缺口主要由出口填补），从 2011 年旺康在尼日利亚第一家陶瓷厂开始，至今近 15 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，同时在公共卫生事件等不可抗力面前，同样展现出持续稳定的经营能力。非洲主要中资企业包括：

- 科达 2023 年产量 1.50 亿平，消费量 1.42 亿平；
- 旺康主要瓷砖布局区域集中在中东和非洲，产量达 2.3 亿平（2021 年陶瓷新闻网数据）。

图表22：中国企业海外瓷砖产能布局（数据截至 2022 年 7 月，可能存在时滞性）

| 企业                                  | 布局起始时间 | 布局非洲国家                                  |
|-------------------------------------|--------|-----------------------------------------|
| 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               |
| 旺康集团                                | 2010 年 | 尼日利亚、加纳、坦桑尼亚、乌干达                        |
| 时代陶瓷                                | 2014 年 | 尼日利亚                                    |
| 瑞雅实业有限公司 RAYAL INDUSTRIAL (PTY) LTD | 2011 年 | 南非                                      |
| 建安陶瓷                                | 2019 年 | 安哥拉                                     |
| 森拓陶瓷厂                               | 2017 年 | 加纳                                      |
| ARERTI 陶瓷工业有限公司                     | 2017 年 | 埃塞俄比亚                                   |
| 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 |
| 帝缘陶瓷                                | 2016 年 | 埃塞俄比亚                                   |
| 皇冠陶瓷                                | 2015 年 | 尼日利亚                                    |
| 万达工业集团                              | 2014 年 | 赞比亚                                     |

来源：陶城报，国金证券研究所

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，除了进入时间较早外，还有一个相似的特征、即合作共赢。以科达为例，科达+森大是非洲经商模式典范。截至 2024 年末，公司海外建材业务是合资经营，广东特福国际为该业务板块的母公司，其中科达制造控股 48.45%、森大集团持有 30.88%、剩余 20.67%股权为员工持股平台持有，由科达制造并表收入。2015 年森大为解决瓷砖运输成本问题，决定在非洲本土投产，与擅长陶瓷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。

森大集团成立于 2004 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



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，在加纳、坦桑尼亚、肯尼亚、科特迪瓦、乌干达、赞比亚、尼日利亚、喀麦隆、贝宁、布基纳法索、南非国家，以及南美洲的秘鲁均设立子公司，并在加纳、肯尼亚、坦桑尼亚和塞内加尔等国投产了 28 座工厂。

**图表23：公司海外建材合作方森大集团，在非洲经营快消品如卫生巾**



来源：森大官网，国金证券研究所

非洲瓷砖行业投资难度较大，我们认为科达先发优势明显，留给新进入者的空间有限，主要体现在：

(1) 生产与技术角度，设备选型/调试是关键因素，科达陶机具备丰富的生产管理经验：瓷砖生产成本中原材料成本占比约 50%，原材料主要为坯料、釉料（主要来源于上游高岭土等矿石）。非洲不缺高岭土，例如我国 2020 年高岭土储量 57 亿吨，非洲仅尼日利亚有 30 亿吨储量、坦桑尼亚 20 亿吨。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，本地虽然有坯料但质量不过关、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) 资金角度，瓷砖行业重资产，海外贷款申请难度较高：瓷砖是重资产行业，前期建设成本投入大，例如科达科特迪瓦一期 1 条产线 7000 万美元（约 5 亿 RMB），对资金需求量大，而海外投资贷款并不容易申请。科达为上市公司，同时合作伙伴森大集团在对非出口百强企业中名列前茅，申请海外贷款具备优势，例如 2020 年 6 月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。

(3) 渠道角度，参考国内消费建材商业模式，经销代理是一条信用链，建立信任、品牌、产品力都需要时间，尤其是异国他乡、先发优势更加显著：例如 2024 年 9 月特福（加纳）陶瓷举办了 2024 年度经销商大会，加纳贸工部副部长、西部省长、西部省秘书长、沙马区长等政府领导，以及加纳与西非法语区包括科特迪瓦、布基纳法索、多哥、塞拉利昂、利比里亚和贝宁等国约 200 余名经销商客户共同出席会议。

(4) 内控角度，本土化经营、获得员工认同感，是出海企业的核心竞争力：例如科达赞比亚 K3 产线 2021 年 5 月底实现项目投产目标，员工数量突破 1200 人，其中非方本土员工超过 1100 人。

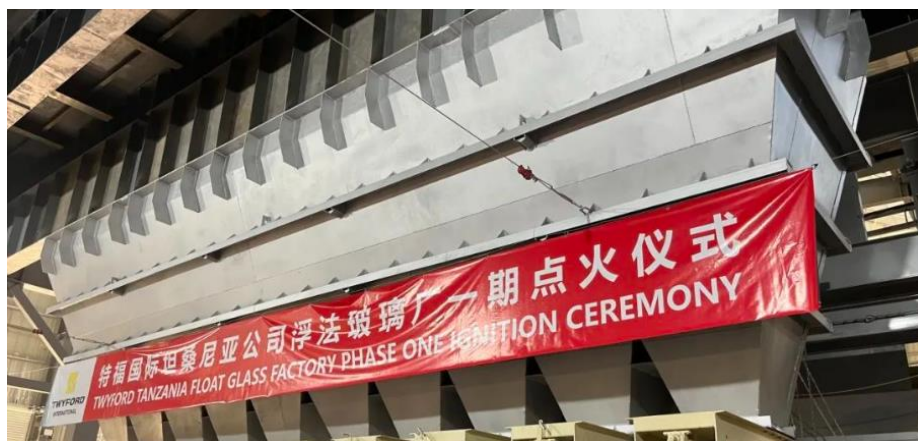
## 2.4 第二曲线玻璃：正向贡献明显，国别延伸南美

非洲建材品类中不仅是瓷砖，水泥、玻璃等同样具备较大增长空间，以玻璃为例，当前非洲建筑玻璃市场整体还处于较瓷砖行业更早期的市场培育期，渗透率相对较低，主要应用在商业等场景（国内玻璃下游应用以地产竣工为主）。

科达参考城镇化过程中产生的家装需求，结合前期森大集团贸易数据，陆续布局玻璃等可协同瓷砖销售的建材品类。24H2 公司在坦桑尼亚投产+并购各 1 条玻璃产线，2024 年玻璃业务由于运营期较短、关成本费用期间错配，导致盈利水平尚未充分体现。玻璃业务目前沿用“特福”品牌、可共用瓷砖渠道中规模较大的经销商资源，同时正在开拓自身的渠道资源。25Q1 起，玻璃业务产销率、产能利用率及盈利能力已达较好水平。目前公司坦桑尼亚已投产玻璃产能合计 40 万吨/年，此外南美秘鲁玻璃项目预计于 2026 年投产。



图表24：2024年8月特福国际坦桑浮法一期点火



来源：科达制造微信公众号，国金证券研究所

图表25：公司海外玻璃产能布局

| 地址   | 投产时间      | 产能         |
|------|-----------|------------|
| 坦桑尼亚 | 24Q3      | 合计 40 万吨/年 |
| 坦桑尼亚 | 24H2 收购   |            |
| 秘鲁   | 预计 26 年投产 |            |

来源：公司公告，国金证券研究所

除玻璃外，公司同步布局洁具业务，25Q1 洁具业务整体盈利能力仍面临一定压力，其产销率相对瓷砖较低（洁具更依赖于品牌的驱动），但相较去年同期已有所提升，同时产能利用率和良品率亦有较好提升。洁具品牌“Frencia”较早已在非洲运营，可完全复用瓷砖渠道资源。目前公司在加纳及肯尼亚各投产 1 条洁具产线、合计产能 260 万件/年。

图表26：公司海外洁具产能布局

| 地址  | 投产时间    | 产能          |
|-----|---------|-------------|
| 肯尼亚 | 24 年投产  | 合计 260 万件/年 |
| 加纳  | 23 年试生产 |             |

来源：公司公告，国金证券研究所

出海国别角度，从非洲延伸南美：南美是公司重点拓展区域之一，秘鲁当地玻璃目前依赖进口产品、存在供需缺口，同时在销售渠道方面，海外建材合作伙伴森大集团已在秘鲁积累一定渠道及品牌等资源，公司秘鲁玻璃项目投产后可复用森大资源，快速接入市场。

## 2.5 渗透率+市占率的第一阶段完成，步入稳定高盈利的第二阶段

截至 2024 年底，海外建材业务在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆 6 国拥有 10 个生产基地，运营 19 条建筑陶瓷产线，其中近 3 年及近期投产产线包括：

- 2022 年，肯尼亚基苏木一期、加纳四期建成投产，新增日产能近 8 万平；
- 2023 年，塞内加尔二期、赞比亚二期、加纳五期陆续投产；
- 2024 年，喀麦隆一线、二线陆续投产；
- 2025 年，科特迪瓦项目按照预期规划建设中，预计于 25H2 投产。



图表27：公司非洲瓷砖产能布局

| 地点          | 投产时间 | 主要产品      |
|-------------|------|-----------|
| Keda 肯尼亚    | 一期   | 彩釉        |
|             | 二期   | 彩釉、瓷片、水晶砖 |
| Keda 肯尼亚基苏木 | 一期   | 瓷片、彩釉砖    |
| Keda 加纳     | 一期一线 | 彩釉、耐磨砖    |
|             | 一期二线 | 抛釉、渗花、仿古砖 |
|             | 二期三线 | 瓷片、彩釉砖    |
|             | 三期四线 | 耐磨砖       |
|             | 四期五线 | 小地砖       |
|             | 五期六线 |           |
| Keda 坦桑尼亚   | 一线   | 彩釉、耐磨砖、瓷片 |
|             | 二线   | 抛釉、渗花、仿古砖 |
| Keda 塞内加尔   | 一线   | 彩釉、耐磨砖    |
|             | 二线   | 瓷片        |
|             | 二期三线 |           |
| Keda 赞比亚    | 一线   | 瓷片、地砖     |
|             | 二线   |           |
|             | 二期   |           |
| Keda 喀麦隆    | 一线   | 瓷片、彩釉、亮光釉 |
|             | 二线   |           |
| Keda 科特迪瓦   | 一期一线 | 瓷片、耐磨地砖   |

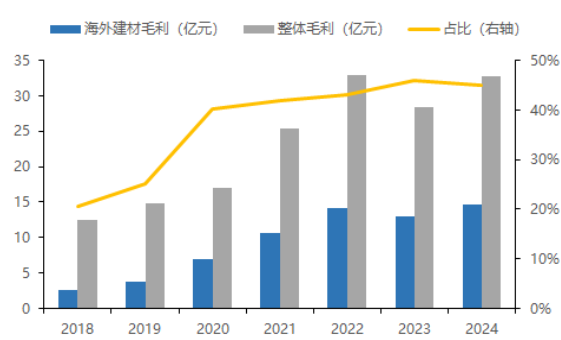
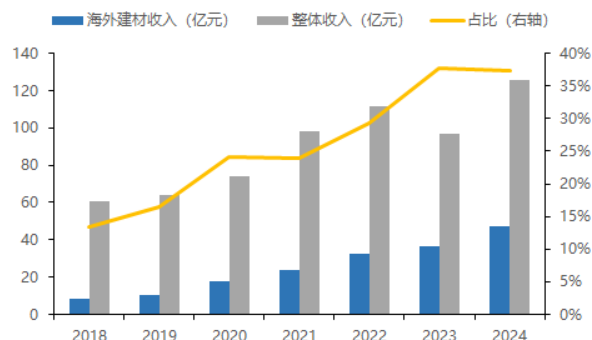
来源：公司公告，国金证券研究所

海外建材毛利率高于公司整体，2020 年起毛利贡献稳定在 40-50%：

- 收入角度，2024 年公司海外建材收入 47.15 亿元、同比+29%，收入占比达 37%（2018 年仅为 13%），2018-2024 年海外建材收入 CAGR 达 34%；
- 毛利角度，2024 年公司海外建材毛利率为 31.20%、同比-4.49pct，盈利能力同比有所下滑，主因系①受非洲市场结构性竞争和项目策略性调价等影响，瓷砖销售价格短期承压，尽管其后产品价格已根据市场及项目进展情况逐步提升，但仍对全年情况有所拖累，②于 24H2 投产、收购的玻璃项目运营期较短，相关成本费用期间错配，导致整体盈利水平有所降低。2024 年公司海外建材毛利占公司整体的 45%；
- 净利角度，2024 年起公司对广东特福国际持股比例从 51%降至 48.45%，2023-2024 年公司报表仅披露加纳子公司经营数据、未披露广东特福国际整体数据。参考加纳子公司数据，2024 年其净利率为 21.5%，低于 2023 年的 36.7%。

图表28：2024 年海外建材收入 47.15 亿元，占比达 37%

图表29：2024 年公司海外建材毛利占公司整体的 45%

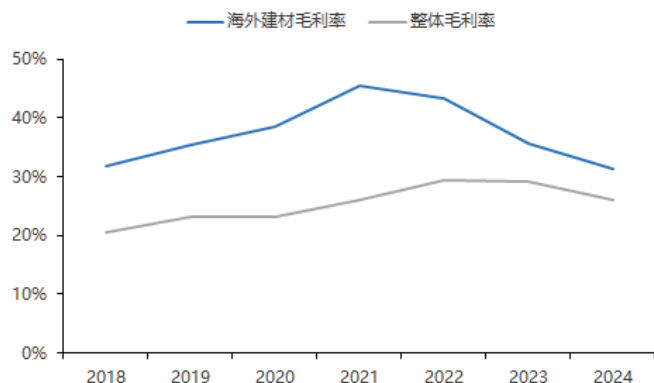


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

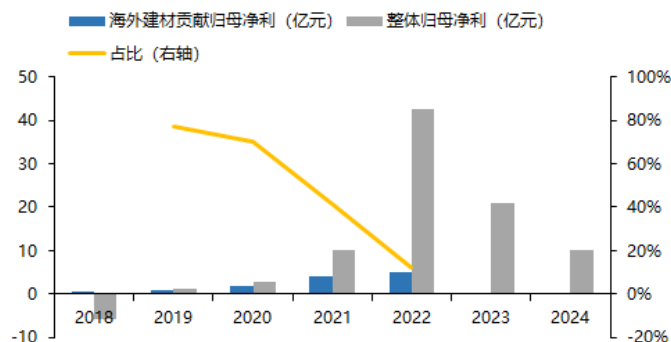


图表30：公司海外建材毛利率持续高于整体毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表31：海外建材业务贡献归母净利润及占比



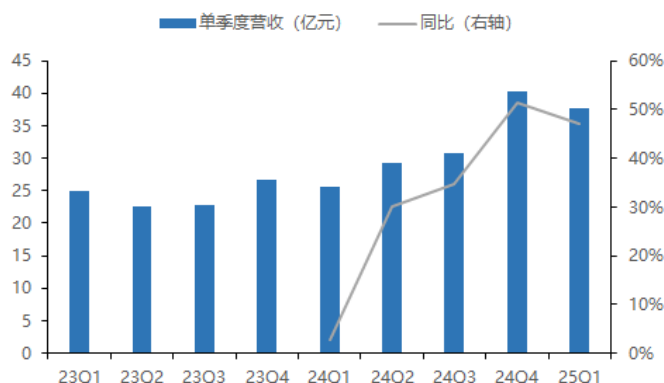
来源：wind，国金证券研究所

注：2018-2020 年公司仅披露肯尼亚+加纳子公司净利润，当时坦桑尼亚产线已投产，故可能存在部分误差。2023-2024 年仅披露加纳子公司经营数据、未披露整体数据；2023 年及之前公司持股比例为 51%，2024 年降至 48.45%

**25Q1 经营拐点确立，主因系海外瓷砖提价+拓品类（玻璃）见成效。**25Q1 公司实现营收 37.67 亿元、同比+47%，归母净利 3.47 亿元、同比+11%，单季度毛利率 29.68%，同比+2.83pct、环比+5.73pct。单季度收入及盈利能力明显改善，在陶瓷机械板块整体业绩出现小幅下滑，以及投资业务（蓝科锂业）对应的碳酸锂价格仍处于相对低位情况下，主因系海外建材板块表现较为亮眼，收入同比实现大幅增长、毛利率同比提升，同时剔除汇兑影响后，海外建材板块净利率亦实现提升。

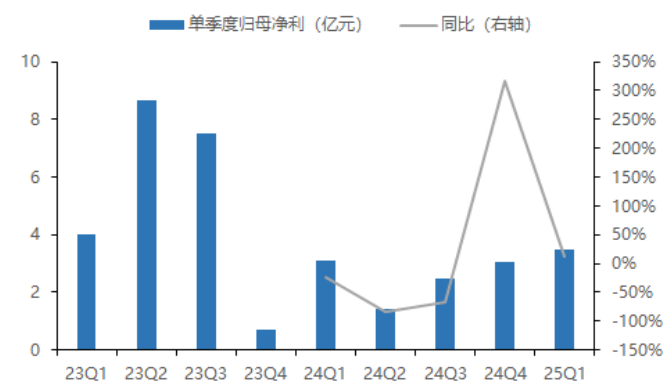
- **瓷砖板块提价影响逐步反映到报表，全年角度海外建材利润率或仍有超预期空间。**24H1 非洲本土市场竞争加剧，出于竞争策略考虑，海外建材瓷砖产品整体价格走弱，自 2024 年中起，经过公司与市场的沟通及各方产销调节，非洲本土瓷砖市场竞争逐步回归理性轨道，因此合资公司在各销售区域开始陆续提价，提价比例根据当地市场情况、竞争策略、当地汇率情况及不同产品规格有所差异。2025 年以来市场竞争持续保持稳固态势；
- 前文已述，拓品类逐步迈入收获期，25Q1 起玻璃业务产销率、产能利用率及盈利能力已达较好水平。

图表32：25Q1 公司整体营收 37.67 亿元、同比+47%



来源：wind，国金证券研究所

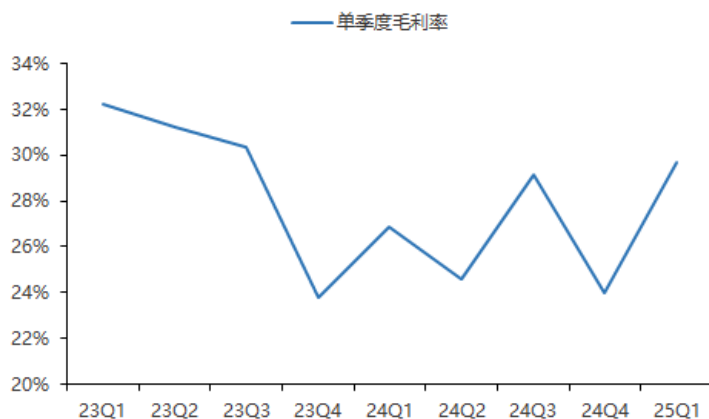
图表33：25Q1 公司整体归母净利 3.47 亿元、同比+11%



来源：wind，国金证券研究所



图表34：25Q1 公司整体毛利率 29.68%，同比+2.83pct、环比+5.73pct

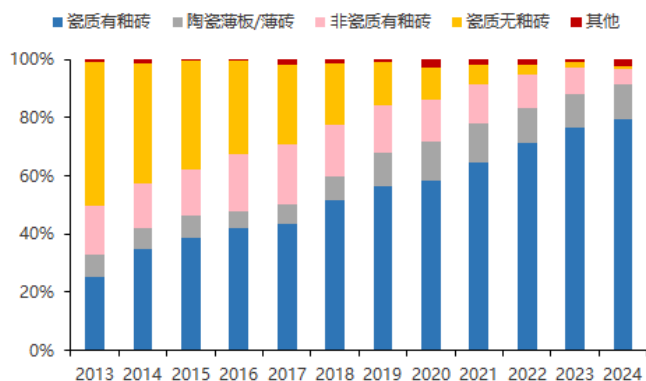


来源：wind，国金证券研究所

此外，如果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。以蒙娜丽莎为例，单价相对较高的瓷质有釉砖（2020 年单价为 47.97 元/平）产品占比从 2013 年的 25%快速提升至 2024 年的 79%，高端产品陶瓷薄板/薄砖（2020 年单价为 104.69 元/平）占比从 2013 年的 8%提升至 2024 年的 12%，而相对低端的瓷质无釉砖占比从 2013 年的 49%降低至 2024 年的 1%、基本退出市场。

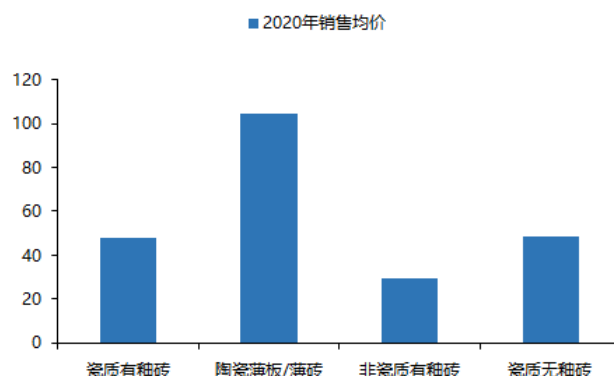
目前非洲市场当前对瓷砖需求主要为小规格瓷砖及瓷片，以东非部分区域为例，2025 年以来大规格瓷砖需求占比呈现上升趋势、其单价高于小规格瓷砖价格。产品结构升级是未来的重要看点，量价共同作用下，非洲瓷砖市场空间增速预计会超过需求增速。

图表35：蒙娜丽莎产品结构变化



来源：蒙娜丽莎公司公告，国金证券研究所

图表36：2020 年蒙娜丽莎各产品单价



来源：蒙娜丽莎公司公告，国金证券研究所

注：蒙娜丽莎 2020 年后未披露各细分产品单价，后续瓷砖行业因国内竣工走弱、整体呈现降价，预计目前各产品价格与 2020 年有较大出入

### 3 陶瓷机械：海外收入占比达 60%，看点在全球定价与品类延展

建材机械是公司传统优势主营业务，目前是亚洲第一、全球第二大的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。

陶瓷机械同样受益出海+拓品类，而非简单理解为敞口面向国内地产竣工。2024 年公司建材机械收入达 56.05 亿元、同比+25.2%，在国内地产竣工大幅下滑的背景下（2024 年全年竣工同比-27.7%，25Q1 竣工同比-14.3%），收入逆势高增、接近历史新高（2021 年公司建材机械收入 57.64 亿元），主因系：

- 出海取得突破，建材机械中海外与国内占比调整，全球化布局平滑单个国家周期波动。2024 年公司陶瓷机械业务海外收入占比接近 60%，其中在传统优势市场如东南亚、中东、南亚等地区保持稳健增长、市占率逐步提升，同时在欧洲等高端市场实现良好突破，获得更多世界头部陶企认可，例如产品于 2024 年首次进入全球头部陶企 RAK 集

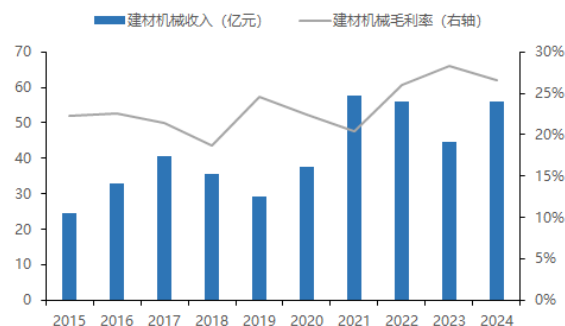


图；

- 发力配件耗材利基市场。全球配件耗材及服务的整体市场空间相较传统陶瓷机械设备更为广阔，公司配件耗材业务规模及市占率相对较低，仍有较大提升空间，通过组建海外本土服务团队，推动配件耗材与服务的全球市场销售，2024 年公司配件耗材服务接单金额在陶瓷机械业务接单中占比约 20%；
- 推动压机、窑炉等陶瓷机械核心设备向通用化领域延伸，外行业收入占比提升。自公司 2019 年启动铝型材挤压机业务以来，目前已涉及建材、汽车及光伏等领域，并在部分压机领域整体水平已处于国内前列，2024 年公司机械设备的跨行业/领域应用度接单合计金额约 5 亿元。

图表37：2024 年公司建材机械收入 56.05 亿、同比+25%

图表38：公司建材机械拓展跨行业/领域应用



来源：wind，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

远期角度，公司提出“陶机百亿”目标，在保持建陶装备强竞争力的同时，向非陶瓷行业进行延伸，希望形成 50-60%陶瓷机械装备、20-30%配件及耗材等陶瓷关联产品、10-20%陶机通用化装备的业务结构。

#### 4 锂矿投资：蓝科投资回报颇丰

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%（该持股比例维持至今），累计对外投资对价为 16.41 亿元。蓝科锂业不并表收入，通过投资收益科目贡献归母净利润。

图表39：2017 年公司通过 4 次对外投资、合计 13.40 亿元，持股蓝科锂业 43.58%股权

| 公告时间    | 对外投资金额（亿元） | 对外投资后合计持有蓝科锂业股份 |
|---------|------------|-----------------|
| 2017.1  | 4.74       | 16.26%          |
| 2017.6  | 1.90       | 22.69%          |
| 2017.8  | 1.27       | 26.93%          |
| 2017.10 | 5.49       | 43.58%          |
| 2020.12 | 3.01（增资）   | 43.58%          |
| 合计      | 16.41      |                 |

来源：公司公告，国金证券研究所

碳酸锂价格周期波动剧烈，科达底部入场，过程几经曲折，整体获得丰厚投资回报：

- 科达 2017 年入股后，蓝科锂业当年实现净利润 4.2 亿元，然而 2018-2020 年即由于供需失衡、价格走低，导致蓝科锂业净利润逐年走弱，2020 年为负值；
- 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，以及蓝科锂业 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 34.5 亿元归母净利润；
- 2023-2024 年蓝科锂业产销量仍有增长，2024 年产量增长至 4 万吨，但受碳酸锂市场价格低迷等因素影响，蓝科锂业净利润降至 5.35 亿元，为科达贡献 2.33 亿元归母净利润。



图表40：2016-2024 年蓝科锂业经营数据

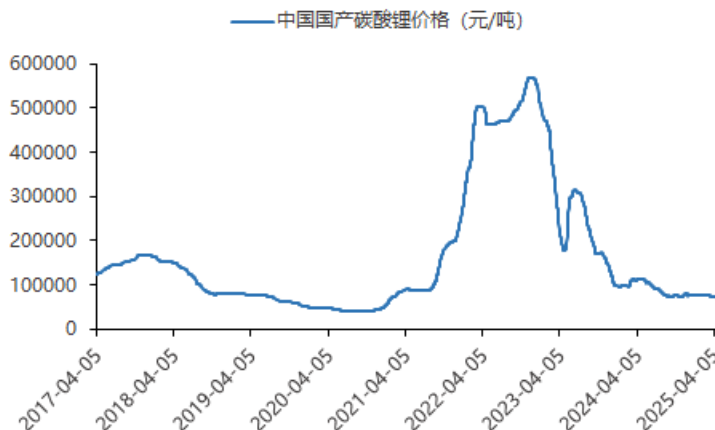
|            | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021  | 2022   | 2023  | 2024  |
|------------|------|------|------|------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 产量（万吨）     |      |      | 1.1  | 1.13 | 1.36  | 2.27  | 3.1    | 3.61  | 4     |
| 销量（万吨）     |      |      | 1.13 | 1.13 | 1.36  | 1.92  | 3.03   | 3.82  | 4.16  |
| 营收（亿元）     | 3.11 | 7.48 | 6.94 | 4.99 | 3.85  | 18.53 | 114.95 | 63.35 | 30.74 |
| 净利润（亿元）    | 1.35 | 4.2  | 2.47 | 0.57 | -0.39 | 9.14  | 79.16  | 29.69 | 5.35  |
| 单价（万元/吨）   |      |      | 6.14 | 4.42 | 2.83  | 9.65  | 37.94  | 16.58 | 7.39  |
| 单位净利（万元/吨） |      |      | 2.19 | 0.50 | -0.29 | 4.76  | 26.13  | 7.77  | 1.29  |
| 净利率        | 43%  | 56%  | 36%  | 11%  | -10%  | 49%   | 69%    | 47%   | 17%   |

来源：科达制造、盐湖股份公司公告，国金证券研究所

截至 5 月 12 日，国产碳酸锂含税价格为 6.45 万元/吨，重新回到历史低位，但站在过往及当前两个视角，科达投资蓝科均可称得上优秀：

- 历史角度，2018-2024 年蓝科合计净利润达 125.99 亿元，为公司贡献投资收益 54.91 亿元，远远高于 2017 年公司对外投资对价 16.41 亿元；
- 当前角度，25Q1 蓝科碳酸锂销量 0.81 万吨，实现营收 5.28 亿元、净利润 2.07 亿元，在单吨碳酸锂价格（报表口径，不含税）在 6.52 万元/吨时，仍可实现 2.56 万元/吨单位净利，体现盐湖提锂的成本优势。

图表41：当前碳酸锂价格处于低位



来源：wind，国金证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

海外建材：

（1）瓷砖：2023-2024 年海外瓷砖销量分别为 1.42、1.72 亿平，需求保持旺盛，但受制于 23H2-24H1 行业价格战、整体利润有明显下滑。人口增长+人均消费量提升，非洲瓷砖市场持续扩容富有想象力，我们认为公司海外瓷砖业务远未达到其天花板，叠加公司仍有产能释放（例如科特迪瓦产线 25H2 投产），预计 2025-2027 年海外瓷砖销量分别为 1.95、2.25、2.5 亿平。自 2024 年中起，经过公司与市场的沟通及各方产销调节，非洲本土瓷砖市场竞争逐步回归理性轨道，因此合资公司在各销售区域开始陆续提价，我们预计 2025-2027 年海外瓷砖业务维持在 30 元/平单价，对应 2025-2027 年海外瓷砖业务收入分别为 58.5、67.5、75 亿元，毛利率维持在 40.7%。

（2）玻璃：24H2 公司在坦桑尼亚投产+并购各 1 条玻璃产线，2024 年玻璃业务由于运营期较短、关成本费用期间错配，导致盈利水平尚未充分体现。25Q1 起玻璃业务产销率、产能利用率及盈利能力已达较好水平。目前公司坦桑尼亚已投产玻璃产能合计 40 万吨/年，此外秘鲁玻璃项目有望于 2026 年投产。预计 2025-2027 年海外玻璃销量分别为 32、48、65 万吨，对应 2025-2027 年海外玻璃业务收入分别为 9.6、13.44、17.55 亿元，毛利率



分别为 30%、34%、37%。

(3) 洁具：25Q1 洁具业务整体盈利能力仍面临一定压力，其产销率相对瓷砖较低，目前公司在加纳及肯尼亚各投产 1 条洁具产线、合计产能 260 万件/年。我们认为洁具尚需一段时间培育，方可达到稳定贡献利润的阶段，预计 2025-2027 年海外洁具业务收入分别为 2、3.5、5 亿元，毛利率分别为 12%、15%、20%。

(4) 整体：汇总瓷砖、玻璃、洁具业务，我们预计 2025-2027 年海外建材业务整体收入分别为 70.10、84.44、97.55 亿元，同比增速分别为 49%、20%、15%，毛利率分别为 38.39%、38.54%、38.95%。

建材机械：2024 年公司建材机械收入达 56.05 亿元、同比+25.2%，在国内地产竣工大幅下滑的背景下，收入逆势高增，主因系：①出海取得突破，建材机械中海外与国内占比调整，②发力配件耗材利基市场，③推动压机、窑炉等陶瓷机械核心设备向通用化领域延伸，外行业收入占比提升。考虑到 2024 年高基数，我们预计 2025-2027 年建材机械业务整体收入分别为 58.86、61.80、64.89 亿元，同比增速维持在 5%，毛利率维持在 26.56%。

费用率：①2023-2024 年公司销售费用率分别为 4.92%、4.02%，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率维持在 3.9%，整体投入较前期略有降低；②2023-2024 年公司管理费用率分别为 8.77%、8.80%，考虑到公司出台 2025 年员工持股计划、管理费用率可能略有上升，我们预计 2025-2027 年公司管理费用率维持在 8.9%；③2023-2024 年公司研发费用分别为 3.02%、2.73%，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率维持在 2.7%。

蓝科锂业（体现在投资收益，收入端不体现）：我们预计 2025-2027 年蓝科锂业产销量维持在 4 万吨，25Q1 仍可实现 2.56 万元/吨单位净利，但考虑到 2025 年碳酸锂价格仍呈现下行趋势，保守测算、假设后续锂价无反弹预期，2025-2027 年蓝科锂业吨净利维持在 2 万元，公司持股 43.58%，蓝科锂业每年贡献投资收益 3.49 亿元。考虑到 2023-2024 年除蓝科锂业外、其他业务贡献投资收益分别为 1.79、0.63 亿元，我们预计 2025-2027 年公司整体投资收益维持在 4.5 亿元、即其他业务每年贡献投资收益 1.01 亿元。

少数股东损益：公司少数股东损益主要由海外建材子公司广东特福国际的少数股东股权产生（目前公司持股 48.45%），前文已述，我们预计 2025-2027 年海外建材业务整体收入分别为 70.10、84.44、97.55 亿元，2022 年广东特福国际净利率达 31.0%，2023-2024 年净利率分别为 13.38%、7.15%（均包含汇兑损益影响），考虑到 25Q1 合资公司在各销售区域开始陆续提价、非洲建材业务报表逐步修复，我们假设 2025-2027 年广东特福国际净利率修复至 18%（包含汇兑损益影响），则对应产生的少数股东损益分别为 6.50、7.84、9.05 亿元。考虑到 2024 年公司仍有 1.08 亿元少数股东损益由其它子公司产生，我们预计 2025-2027 年公司整体少数股东损益分别为 7.5、8.84、10.05 亿元。

图表42：盈利预测拆分

|                   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>海外建材</b>       |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）            | 36.55  | 47.15  | 70.10  | 84.44  | 97.55  |
| YoY               |        | 29%    | 49%    | 20%    | 16%    |
| 毛利率               | 35.70% | 31.20% | 38.39% | 38.54% | 38.95% |
| <b>其中：海外建材-瓷砖</b> |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）            | 36.55  | 45.65  | 58.5   | 67.5   | 75     |
| 毛利率               | 35.70% | 31.97% | 40.67% | 40.67% | 40.67% |
| 销量（亿平）            | 1.42   | 1.72   | 1.95   | 2.25   | 2.5    |
| 单价（元/平）           | 25.82  | 26.54  | 30     | 30     | 30     |
| <b>其中：海外建材-玻璃</b> |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）            |        | 0.4    | 9.6    | 13.44  | 17.55  |
| 毛利率               |        |        | 30%    | 34%    | 37%    |
| 销量（万吨）            |        |        | 32     | 48     | 65     |
| <b>其中：海外建材-洁具</b> |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）            |        | 1.1    | 2      | 3.5    | 5      |
| 毛利率               |        |        | 12%    | 15%    | 20%    |



|                    | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>建材机械</b>        |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）             | 12.10  | 7.40   | 6.29   | 6.92   | 7.61   |
| YoY                |        | -39%   | -15%   | 10%    | 10%    |
| 毛利率                | 16.5%  | 9.2%   | 9.0%   | 9.0%   | 9.0%   |
| <b>费用率</b>         |        |        |        |        |        |
| 销售费用率              | 4.92%  | 4.02%  | 3.90%  | 3.90%  | 3.90%  |
| 管理费用率              | 8.77%  | 8.80%  | 8.90%  | 8.90%  | 8.90%  |
| 研发费用率              | 3.01%  | 2.73%  | 2.70%  | 2.70%  | 2.70%  |
| <b>投资收益</b>        |        |        |        |        |        |
| 蓝科锂业净利润（亿元）        | 29.69  | 5.35   | 8.00   | 8.00   | 8.00   |
| 蓝科锂业对应投资收益（亿元）     | 12.94  | 2.33   | 3.49   | 3.49   | 3.49   |
| 公司整体投资收益（亿元）       | 14.73  | 2.96   | 4.50   | 4.50   | 4.50   |
| <b>少数股东权益</b>      |        |        |        |        |        |
| 广东特福国际净利润（亿元）      | 4.89   | 3.37   | 12.62  | 15.20  | 17.56  |
| 广东特福国际对应少数股东损益（亿元） | 2.40   | 1.74   | 6.50   | 7.84   | 9.05   |
| 公司整体少数股东损益（亿元）     | 5.16   | 2.82   | 7.50   | 8.84   | 10.05  |
| <b>整体</b>          |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）             | 96.96  | 126.00 | 149.74 | 165.40 | 180.31 |
| YoY                |        | 30%    | 19%    | 10%    | 9%     |
| 毛利率                | 29.24% | 25.95% | 29.28% | 30.10% | 30.82% |

来源：wind，国金证券研究所

注：2023-2024 年海外建材拆分中，瓷砖/玻璃/洁具的收入及单价为预计值

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 149.74、165.40、180.31 亿元，同比增速分别为 19%、10%、9%，2025-2027 年归母净利润分别为 15.44、18.07 和 19.62 亿元，同比增速分别为 53%、17%、9%。

### 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括传音控股（非洲手机龙头）、思源电气（布局全球电网设备）、匠心家居（智能家居自主品牌出海）。可比公司股价对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 18x、15x、12x，公司目前股价对应 2025-2027 年 PE 在 12x、11x、10x，估值略低于可比公司。

投资建议：我们看好公司①中长期维度，人口增长+人均消费量提升，非洲建材市场持续扩容富有想象力，②中短期维度，受益提价+拓品类，非洲建材业务报表改善进行时，③经营拐点明确，海外建材+陶瓷机械各自冲击百亿规划。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15.44、18.07 和 19.62 亿元，现价对应动态 PE 分别为 12x、11x、10x，给以 2025 年 18 倍估值，目标价 14.49 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**图表43：可比公司估值比较（市盈率法）**

| 代码         | 名称   | 股价（元） | EPS  |      |       |       |       | PE        |           |           |
|------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
|            |      |       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 688036.SH  | 传音控股 | 74.5  | 6.82 | 4.85 | 5.34  | 6.39  | 7.29  | 14        | 12        | 10        |
| 002028.SZ  | 思源电气 | 77.11 | 2.02 | 2.64 | 3.34  | 4.14  | 5.10  | 23        | 19        | 15        |
| 301061.SZ  | 匠心家居 | 77.01 | 3.18 | 4.10 | 4.71  | 5.54  | 6.60  | 16        | 14        | 12        |
| <b>平均值</b> |      |       |      |      |       |       |       | <b>18</b> | <b>15</b> | <b>12</b> |
| 600499.SH  | 科达制造 | 10.06 | 1.07 | 0.52 | 0.81  | 0.94  | 1.02  | 12        | 11        | 10        |

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 5 月 22 日收盘价；传音控股、思源电气、匠心家居采用国金预测数据



## 风险提示

**海外建材新增产能较多：**人口增长+人均消费量提升，非洲瓷砖市场持续扩容富有想象力。但如果非洲瓷砖/玻璃等新增建材供给量过多，市场竞争激烈，可能会导致产品单价下降，影响公司海外建材盈利水平；

**海外建材价格战风险：**自 2024 年中起，经过公司与市场的沟通及各方产销调节，非洲本土瓷砖市场竞争逐步回归理性轨道，因此合资公司在各销售区域开始陆续提价，提价比例根据当地市场情况、竞争策略、当地汇率情况及不同产品规格有所差异。2025 年以来市场竞争持续保持稳固态势。但如果后续海外建材供给/需求端发生预期外变化（例如当地中国企业供给偏多），未来可能存在无序扩产的可能性，如果再度发生价格战，可能会影响公司海外建材盈利水平；

**海外建材新品类拓展不及预期：**公司拓品类逐步迈入收获期，玻璃 25Q1 已开始进入正向贡献。但如果后续新品类拓展遇到其他因素干扰，可能导致我们对公司海外建材业务的收入及盈利能力预测和实际情况出现偏差；

**汇兑损益风险：**公司海外业务较高，所在非洲区域多为当地小币种，且所在非洲国别美元储备有限、公司有部分小币种存留。受国际形势/美元周期等因素影响，非洲小币种容易发生正向/负向的汇兑损益风险，该部分较难控制；

**国内建材机械需求下滑：**当前公司的建材机械业务占营收比重仍较大，尽管建材机械海外收入占比已达 60%、但仍有 40% 收入来自于国内。若国内市场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；

**碳酸锂价格波动：**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。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 11,157 | 9,696  | 12,600 | 14,974  | 16,540  | 18,031  |
| 增长率          |        | -13.1% | 30.0%  | 18.8%   | 10.5%   | 9.0%    |
| 主营业务成本       | -7,872 | -6,860 | -9,330 | -10,443 | -11,399 | -12,288 |
| %销售收入        | 70.6%  | 70.8%  | 74.0%  | 69.7%   | 68.9%   | 68.2%   |
| 毛利           | 3,286  | 2,835  | 3,270  | 4,531   | 5,141   | 5,743   |
| %销售收入        | 29.4%  | 29.2%  | 26.0%  | 30.3%   | 31.1%   | 31.8%   |
| 营业税金及附加      | -58    | -66    | -67    | -75     | -83     | -90     |
| %销售收入        | 0.5%   | 0.7%   | 0.5%   | 0.5%    | 0.5%    | 0.5%    |
| 销售费用         | -552   | -477   | -507   | -584    | -645    | -703    |
| %销售收入        | 5.0%   | 4.9%   | 4.0%   | 3.9%    | 3.9%    | 3.9%    |
| 管理费用         | -797   | -850   | -1,108 | -1,333  | -1,472  | -1,605  |
| %销售收入        | 7.1%   | 8.8%   | 8.8%   | 8.9%    | 8.9%    | 8.9%    |
| 研发费用         | -326   | -292   | -344   | -404    | -447    | -487    |
| %销售收入        | 2.9%   | 3.0%   | 2.7%   | 2.7%    | 2.7%    | 2.7%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,552  | 1,150  | 1,244  | 2,135   | 2,494   | 2,858   |
| %销售收入        | 13.9%  | 11.9%  | 9.9%   | 14.3%   | 15.1%   | 15.8%   |
| 财务费用         | -52    | -254   | -138   | -140    | -150    | -150    |
| %销售收入        | 0.5%   | 2.6%   | 1.1%   | 0.9%    | 0.9%    | 0.8%    |
| 资产减值损失       | -55    | -27    | -161   | -97     | -58     | -68     |
| 公允价值变动收益     | 9      | 5      | 5      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 3,865  | 1,473  | 296    | 450     | 450     | 450     |
| %税前利润        | 72.8%  | 55.9%  | 21.2%  | 17.8%   | 15.4%   | 13.8%   |
| 营业利润         | 5,405  | 2,482  | 1,431  | 2,518   | 2,906   | 3,260   |
| 营业利润率        | 48.4%  | 25.6%  | 11.4%  | 16.8%   | 17.6%   | 18.1%   |
| 营业外收支        | -93    | 152    | -39    | 10      | 10      | 10      |
| 税前利润         | 5,313  | 2,634  | 1,392  | 2,528   | 2,916   | 3,270   |
| 利润率          | 47.6%  | 27.2%  | 11.0%  | 16.9%   | 17.6%   | 18.1%   |
| 所得税          | -111   | -26    | -104   | -177    | -204    | -229    |
| 所得税率         | 2.1%   | 1.0%   | 7.4%   | 7.0%    | 7.0%    | 7.0%    |
| 净利润          | 5,202  | 2,608  | 1,288  | 2,351   | 2,712   | 3,041   |
| 少数股东损益       | 951    | 516    | 282    | 807     | 905     | 1,079   |
| 归属于母公司的净利润   | 4,251  | 2,092  | 1,006  | 1,544   | 1,807   | 1,962   |
| 净利率          | 38.1%  | 21.6%  | 8.0%   | 10.3%   | 10.9%   | 10.9%   |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 5,202  | 2,608  | 1,288  | 2,351  | 2,712  | 3,041  |
| 少数股东损益   | 951    | 516    | 282    | 807    | 905    | 1,079  |
| 非现金支出    | 542    | 481    | 730    | 636    | 765    | 935    |
| 非经营收益    | -3,763 | -1,305 | -184   | 117    | -299   | -299   |
| 营运资金变动   | -984   | -1,054 | -1,277 | 213    | -44    | -272   |
| 经营活动现金净流 | 997    | 731    | 557    | 3,317  | 3,134  | 3,405  |
| 资本开支     | -912   | -1,537 | -2,404 | -1,944 | -2,296 | -2,696 |
| 投资       | -105   | -1,520 | 650    | 0      | 0      | 0      |
| 其他       | 1,803  | 2,304  | -259   | 450    | 450    | 450    |
| 投资活动现金净流 | 786    | -754   | -2,013 | -1,494 | -1,846 | -2,246 |
| 股权募资     | 1,319  | 330    | 30     | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 37     | 1,610  | 1,531  | -972   | 100    | 1,000  |
| 其他       | -1,141 | -2,291 | -1,336 | -774   | -884   | -946   |
| 筹资活动现金净流 | 215    | -351   | 226    | -1,746 | -784   | 54     |
| 现金净流量    | 2,049  | -367   | -1,204 | 77     | 504    | 1,213  |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 4,797  | 3,602  | 2,952  | 3,018  | 3,515  | 4,723  |
| 应收款项     | 2,046  | 2,610  | 2,763  | 3,166  | 3,564  | 3,854  |
| 存货       | 3,242  | 3,668  | 4,794  | 4,767  | 5,029  | 5,365  |
| 其他流动资产   | 1,821  | 1,885  | 2,727  | 1,393  | 1,494  | 1,543  |
| 流动资产     | 11,906 | 11,766 | 13,236 | 12,344 | 13,602 | 15,484 |
| %总资产     | 56.3%  | 49.8%  | 49.1%  | 44.5%  | 44.5%  | 45.1%  |
| 长期投资     | 3,389  | 4,031  | 3,687  | 3,687  | 3,687  | 3,687  |
| 固定资产     | 3,807  | 5,463  | 7,405  | 9,690  | 11,210 | 12,972 |
| %总资产     | 18.0%  | 23.1%  | 27.5%  | 35.0%  | 36.7%  | 37.8%  |
| 无形资产     | 1,796  | 1,788  | 1,877  | 1,961  | 2,043  | 2,122  |
| 非流动资产    | 9,246  | 11,838 | 13,714 | 15,381 | 16,980 | 18,819 |
| %总资产     | 43.7%  | 50.2%  | 50.9%  | 55.5%  | 55.5%  | 54.9%  |
| 资产总计     | 21,152 | 23,604 | 26,950 | 27,725 | 30,582 | 34,303 |
| 短期借款     | 1,576  | 1,452  | 2,437  | 1,000  | 1,100  | 2,100  |
| 应付款项     | 2,395  | 2,616  | 3,573  | 3,573  | 3,949  | 4,181  |
| 其他流动负债   | 2,059  | 2,359  | 2,954  | 2,989  | 3,403  | 3,651  |
| 流动负债     | 6,030  | 6,427  | 8,964  | 7,562  | 8,452  | 9,932  |
| 长期贷款     | 1,490  | 3,399  | 3,983  | 4,483  | 4,483  | 4,483  |
| 其他长期负债   | 301    | 91     | 204    | 152    | 130    | 115    |
| 负债       | 7,821  | 9,917  | 13,152 | 12,197 | 13,065 | 14,530 |
| 普通股股东权益  | 11,388 | 11,398 | 11,479 | 12,401 | 13,485 | 14,663 |
| 其中：股本    | 1,948  | 1,948  | 1,918  | 1,918  | 1,918  | 1,918  |
| 未分配利润    | 6,684  | 7,036  | 6,973  | 7,900  | 8,984  | 10,161 |
| 少数股东权益   | 1,943  | 2,289  | 2,319  | 3,126  | 4,032  | 5,110  |
| 负债股东权益合计 | 21,152 | 23,604 | 26,950 | 27,725 | 30,582 | 34,303 |

**比率分析**

|             | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 每股指标        |         |         |         |        |        |        |
| 每股收益        | 2.182   | 1.074   | 0.525   | 0.805  | 0.942  | 1.023  |
| 每股净资产       | 5.845   | 5.850   | 5.985   | 6.466  | 7.031  | 7.645  |
| 每股经营现金净流    | 0.512   | 0.375   | 0.291   | 1.730  | 1.634  | 1.775  |
| 每股股利        | 0.680   | 0.330   | 0.200   | 0.322  | 0.377  | 0.409  |
| 回报率         |         |         |         |        |        |        |
| 净资产收益率      | 37.33%  | 18.35%  | 8.77%   | 12.45% | 13.40% | 13.38% |
| 总资产收益率      | 20.10%  | 8.86%   | 3.73%   | 5.57%  | 5.91%  | 5.72%  |
| 投入资本收益率     | 9.26%   | 6.14%   | 5.67%   | 9.45%  | 10.04% | 10.08% |
| 增长率         |         |         |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率   | 13.89%  | -13.10% | 29.96%  | 18.83% | 10.46% | 9.01%  |
| EBIT 增长率    | 49.10%  | -25.88% | 8.13%   | 71.66% | 16.84% | 14.56% |
| 净利润增长率      | 322.66% | -50.79% | -51.90% | 53.43% | 17.03% | 8.62%  |
| 总资产增长率      | 31.19%  | 11.59%  | 14.18%  | 2.87%  | 10.31% | 12.17% |
| 资产管理能力      |         |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数    | 49.6    | 63.2    | 58.2    | 59.5   | 59.0   | 59.0   |
| 存货周转天数      | 150.8   | 183.8   | 165.5   | 170.0  | 166.0  | 166.0  |
| 应付账款周转天数    | 79.8    | 89.6    | 93.8    | 87.7   | 90.4   | 90.6   |
| 固定资产周转天数    | 102.4   | 151.7   | 185.5   | 211.8  | 225.3  | 242.3  |
| 偿债能力        |         |         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益    | -15.97% | 7.00%   | 19.95%  | 11.26% | 7.72%  | 5.79%  |
| EBIT 利息保障倍数 | 29.6    | 4.5     | 9.0     | 15.3   | 16.6   | 19.1   |
| 资产负债率       | 36.97%  | 42.01%  | 48.80%  | 43.99% | 42.72% | 42.36% |

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1    | 3    | 7    | 8    | 11   |
| 增持 | 0    | 1    | 1    | 1    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.25 | 1.13 | 1.11 | 1.00 |

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



## 特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建国内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究