

联合研究 | 公司点评 | 科达制造（600499.SH）

经营稳健，现金流大幅改善

报告要点

科达制造 2025 年前三季度实现营业收入 126 亿元，同比增长 47%；归属净利润 11.5 亿元，同比增长 63%，扣非净利润 10.6 亿元，同比增长 67%。三季度实现营业收入 44 亿元，同比增长 44%；归属净利润 4.0 亿元，同比增长 63%，扣非净利润 3.6 亿元，同比增长 53%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001
SFC: BQK473



赵智勇

SAC: S0490517110001
SFC: BRP550



张佩

SAC: S0490518080002

科达制造 (600499.SH)

2025-11-09

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

经营稳健，现金流大幅改善

事件描述

公司 2025 年前三季度实现营业收入 126 亿元，同比增长 47%；归属净利润 11.5 亿元，同比增长 63%，扣非净利润 10.6 亿元，同比增长 67%。三季度实现营业收入 44 亿元，同比增长 44%；归属净利润 4.0 亿元，同比增长 63%，扣非净利润 3.6 亿元，同比增长 53%。

事件评论

- **海外建材高增是核心增长驱动。**三季度业绩环比持续源于：1) 股权激励费用增加 6000 多万元；2) 建材机械收入和净利润承压，但三季度接单已恢复正常水平。从财务数据看，公司前三季度毛利率约 28.6%，同比提升 1.7 个百分点，但三季度毛利率同比下降 2.0 个百分点，主要源于建材机械需求走弱。前三季度期间费率约 14.3%，同比下降 6.0 个百分点，三季度期间费率约 13.4%，同比下降 9.4 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，其中管理费用环比增加 0.9 亿元。最终前三季度归属净利率约 9.1%，同比提升 0.9 个百分点，三季度归属净利率约 9.1%，同比提升 1.1 个百分点，环比略有提升。值得注意的是，公司前三季度经营活动现金流净额约 15.6 亿元，较去年同期大幅改善。
- **海外建材：盈利能力继续上行。**随着肯尼亚伊新亚陶瓷项目、科特迪瓦陶瓷项目、坦桑尼亚玻璃项目等新增产能的释放，三季度收入环比提升明显，预计归属净利润也同步提升。其中玻璃三季度产销量攀升，产销率超 90%；洁具通过优化配方和工艺升级，生产成本及产品质量显著优化。展望 2026 年，公司海外建材收入有望继续增长，一方面来自瓷砖产线新增及技改共同支撑产销量增长，另一方面来自南美秘鲁玻璃产线 2026 年投产。
- **陶瓷机械：收入承压影响业绩。**2025 年三季度陶瓷机械收入和净利润均表现弱势，面对行业周期调整等多重挑战，该业务阶段性承压。但 2025 年前三季度接单超过去年同期，海外订单占比超 65%，而订单到收入的滞后期通常为 1-2 个季度，意味着后续陶瓷机械收入有望恢复正增长。公司订单逆势增长，一是源于公司积极提升重点市场的本地化运营与服务效能，目前已成立埃及子公司，并在印度、埃及等地增设 8 个服务网点，二是源于积极推进土耳其墨水工厂建设、完善配件仓库布局及培育本土团队等系列举措。
- **蓝科锂业：行业底部体现其竞争优势。**蓝科锂业前三季度销量约 3.2 万吨，实现收入 19.2 亿元，对应均价为 6.1 万元/吨，最终吨净利为 2.0 万元/吨。随着碳酸锂价格筑底回升，蓝科锂业三季度均价修复至 6.2 万元/吨，吨净利修复至 2.2 万元/吨，实现较优的盈利水平，贡献净利润 1.03 亿元。我们判断 2026 年为碳酸锂拐点年，锂供需格局将由过去严重过剩转为紧平衡，有望在需求景气较高的情况下出现供不应求。此外公司负极材料产销两旺，盈利能力显著改善，前三季度人造石墨销量近 7 万吨，产销量同比增长超 300%。
- **非洲建材龙头价值被低估。**科达制造作为非洲建材（瓷砖、洁具、玻璃）白马龙头，在利基市场具备生产、渠道、品牌等优势，在中部非洲的瓷砖市占率较高。预计公司 2025-2027 年归属净利润约 15.6、19.0、22.2 亿元，对应估值为 16、13、11 倍，继续推荐。

风险提示

- 1、汇率波动风险；2、地缘政治风险；
- 3、对外投资的管控风险。

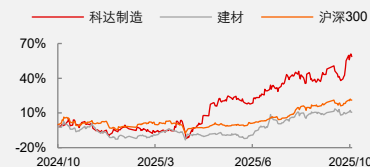
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	13.11
总股本(万股)	191,786
流通A股/B股(万股)	191,786/0
每股净资产(元)	6.56
近12月最高/最低价(元)	13.48/7.05

注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海外建材收入高增，非洲平台日趋成熟》2025-08-28
- 《经营拐点，彰显非洲建材的强竞争力》2025-04-30
- 《收入高增，全球竞争力凸显》2025-04-02


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、汇率波动风险：公司在全球设立多个控股子公司，业务涉及全球多个国家和地区。公司产品出口及海外投融资活动频繁，外币贷款规模提升，相关币种汇率波动将对公司财务状况产生一定影响，公司海外子公司亦可能存在汇率变动等因素造成的损益波动和资金回流风险。

2、地缘政治风险：公司积极推进全球化发展战略，海外业务营收占比已超过半数。然而，全球经济面临地缘政治紧张局势持续、保护主义上升、全球债务规模扩大以及主要发达经济体货币政策转向带来的外溢效应等多重挑战，将增加国际贸易政策的不确定性，并可能抑制贸易增长潜力，对公司海外业务产生不利影响。

3、对外投资的管控风险：公司自 2007 年以来，通过新设或并购子公司，成功进入锂电材料、海外建材、铝型材挤压机、锂电材料装备、陶瓷机械耗材等业务领域，实现了从传统建材机械设备供应商向全方位服务商的转型。近年来，公司亦参与了产业基金投资，希望对优质标的进行培育并强化与产业链上下游的黏性。但在全球经济形势面临较多不确定因素的背景下，可能存在投资收益不及预期或投资失败的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12600	16070	18083	20144	货币资金	2952	3079	4795	5723
营业成本	9330	11416	12765	14140	交易性金融资产	717	717	717	717
毛利	3270	4654	5318	6004	应收账款	2252	2639	2857	3251
%营业收入	26%	29%	29%	30%	存货	4794	5753	6237	7017
营业税金及附加	67	103	112	127	预付账款	442	616	648	740
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2079	2983	3106	3355
销售费用	507	562	633	705	流动资产合计	13236	15787	18359	20803
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	3248	3416	3727	3966
管理费用	1108	1511	1609	1793	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9%	9%	9%	9%	固定资产合计	6404	6813	7104	7405
研发费用	344	481	539	601	无形资产	1017	1022	1025	1029
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	860	846	826	809
财务费用	138	446	501	492	递延所得税资产	512	633	633	633
%营业收入	1%	3%	3%	2%	其他非流动资产	1673	2364	2981	3623
加: 资产减值损失	-135	50	50	50	资产总计	26950	30880	34654	38268
信用减值损失	-26	-130	-40	0	短期贷款	1018	716	480	212
公允价值变动收益	5	0	0	0	应付款项	2954	2850	3069	3465
投资收益	296	482	488	504	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1431	2158	2641	3091	应付职工薪酬	291	334	372	413
%营业收入	11%	13%	15%	15%	应交税费	193	155	179	197
营业外收支	-39	10	10	0	其他流动负债	4508	6266	6655	7240
利润总额	1392	2168	2651	3091	流动负债合计	8964	10321	10756	11526
%营业收入	11%	13%	15%	15%	长期借款	3983	4683	5583	5583
所得税费用	104	173	212	247	应付债券	0	0	0	0
净利润	1288	1995	2439	2844	递延所得税负债	88	138	138	138
归属于母公司所有者的净利润	1006	1556	1902	2218	其他非流动负债	116	137	137	137
少数股东损益	282	439	536	626	负债合计	13152	15279	16614	17385
EPS (元)	0.53	0.81	0.99	1.16	归属于母公司所有者权益	11479	12843	14745	16963
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	2319	2758	3294	3920
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	13798	15601	18040	20883
经营活动现金流净额	557	1097	2735	2944	负债及股东权益	26950	30880	34654	38268
取得投资收益收回现金	456	482	488	504	基本指标				
长期股权投资	-248	-168	-311	-239		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2404	-1534	-1297	-1424	每股收益	0.53	0.81	0.99	1.16
其他	183	65	0	0	每股经营现金流	0.29	0.57	1.43	1.54
投资活动现金流净额	-2013	-1155	-1120	-1160	市盈率	14.61	16.16	13.22	11.33
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.30	1.96	1.71	1.48
股权融资	30	-293	0	0	EV/EBITDA	9.82	9.36	7.83	6.57
银行贷款增加 (减少)	1030	398	664	-269	总资产收益率	3.7%	5.0%	5.5%	5.8%
筹资成本	-1070	-505	-563	-588	净资产收益率	8.8%	12.1%	12.9%	13.1%
其他	235	560	0	0	净利率	8.0%	9.7%	10.5%	11.0%
筹资活动现金流净额	226	161	101	-857	资产负债率	48.8%	49.5%	47.9%	45.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1230	104	1716	928	总资产周转率	0.50	0.56	0.55	0.55

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。