

科达制造 (600499.SH)

拟全资控股特福国际，加速推进“大建材”战略

科达制造拟发行股份及支付现金购买特福国际 51.55%股份，同时向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。

- 核心资产全资化，业绩弹性有望显著释放。公司拟通过发行股份+支付现金方式，收购森大集团等 24 名交易对方持有的特福国际 51.55%股权，交易完成后将实现对特福国际 100%全资控股，海外建材板块净利润将从并表 48.45%提升至全额归属。
- 海外建材业务已成为公司第一大核心业务，盈利能力突出。特福国际是公司海外建材业务核心平台，主营海外建筑陶瓷、玻璃及洁具的生产与销售。截至 2025 年末，已在非洲 7 个国家投产 25 条生产线。全资控股后有望强化战略掌控，提升海外业务协同效率。据公司公告数据（未经审计），特福国际 2025 年度资产总额 90.20 亿元，同比增长 20.81%；实现营业收入 81.87 亿元，同比增长 73.57%；实现净利润 14.74 亿元，同比高增 155.94%；净利率为 18.00%，同比提升 5.79pct。25H1 海外建材业务收入占科达制造营业总收入 46.06%。本次交易完成后，有利于科达建立统一的公司治理体系，强化对海外业务的管控，实现核心业务聚焦，促进海外业务持续发展。
- 同步计划向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，募资总额不超过股份支付部分对价的 100%，发行数量不超过交易后总股本的 30%，发行价格拟定为 10.80 元/股，锁定期 6 个月。本次发行股份募集配套资金将用于支付本次交易的现金对价和相关交易税费、支付中介机构费用及补充流动资金。募资成功与否不影响主收购实施。
- 全球化战略加速落地，看好长期成长。公司同步公告拟投资建设加纳浮法玻璃生产项目，项目预计总投资约 9471.80 万美元，资金来源为自筹资金，主要考虑加纳及周边国家的建筑玻璃消费量及本土产能进口替代。公司聚焦经济稳定发展、人口持续扩大以及基础设施投资增加等多重因素驱动的新兴市场，持续推进以瓷砖、洁具及玻璃为核心的“大建材”战略，具备成长潜力。考虑到 25Q4 碳酸锂价格上涨，我们略上调盈利预测（暂未考虑 26-27 年的碳酸锂价格波动、汇兑损益和交易完成后的并表影响），预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.85 元、0.99 元、1.13 元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：原材料成本大幅上涨、新业务和新市场竞争加剧、海外政治风险、产能建设进度不及预期、汇兑风险、碳酸锂价格大幅波动、交易进展不及预期的风险、配套融资低于预期的风险。

强烈推荐（维持）

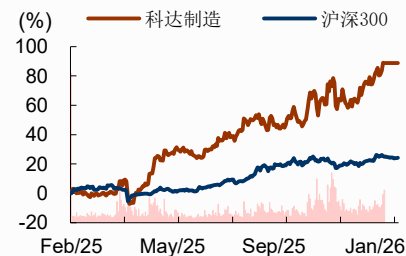
中游制造/建材
目标估值：NA
当前股价：14.78 元

基础数据

总股本（百万股）	1918
已上市流通股（百万股）	1918
总市值（十亿元）	28.3
流通市值（十亿元）	28.3
每股净资产（MRQ）	6.6
ROE（TTM）	11.6
资产负债率	47.6%
主要股东	梁桐灿
主要股东持股比例	19.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	35	83
相对表现	7	21	60



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《科达制造（600499）—主业增收向好，推出员工持股计划强化发展信心》2025-03-29
- 《科达制造（600499）—海外布局维持成长，拟回购股份激励员工》2024-11-01
- 《科达制造（600499）—蓝科锂业拖累 24H1 业绩，海外订单占比提升》2024-08-21

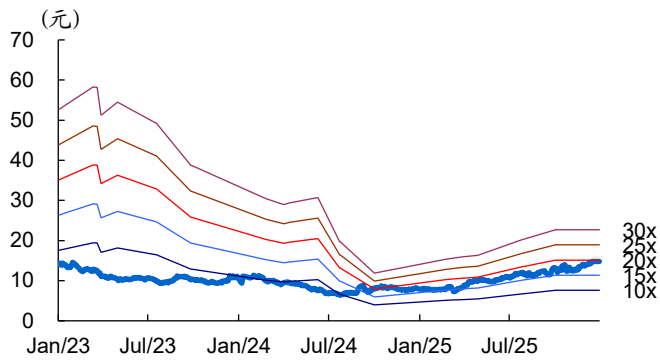
郑晓刚 S1090517070008
✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 S1090523070010
✉ yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9696	12600	15200	17406	20725
同比增长	-13%	30%	21%	15%	19%
营业利润(百万元)	2482	1431	2368	2749	3174
同比增长	-54%	-42%	65%	16%	15%
归母净利润(百万元)	2092	1006	1636	1906	2163
同比增长	-51%	-52%	63%	17%	14%
每股收益(元)	1.09	0.52	0.85	0.99	1.13
PE	13.5	28.2	17.3	14.9	13.1
PB	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8

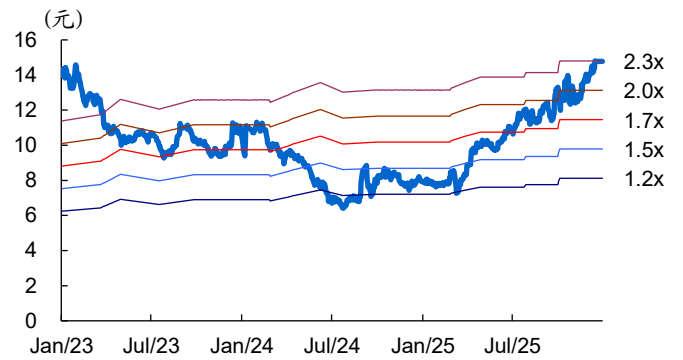
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 科达制造历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 科达制造历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11766	13236	13269	15102	17865
现金	3602	2952	1336	1504	1805
交易性投资	291	717	717	717	717
应收票据	55	52	63	72	86
应收款项	1767	2252	2693	3083	3671
其它应收款	553	248	299	343	408
存货	3668	4794	5507	6340	7554
其他	1830	2221	2655	3043	3624
非流动资产	11838	13714	15774	17628	19296
长期股权投资	3000	3248	3248	3248	3248
固定资产	4031	6404	8651	10674	12495
无形资产商誉	1788	1877	1689	1520	1368
其他	3019	2186	2185	2185	2185
资产总计	23604	26950	29043	32730	37161
流动负债	6427	8964	9347	11085	13318
短期借款	572	1018	1938	2656	3403
应付账款	2418	3389	3899	4490	5349
预收账款	1889	2282	2625	3022	3601
其他	1548	2276	884	917	965
长期负债	3490	4188	4188	4188	4188
长期借款	3399	3983	3983	3983	3983
其他	91	204	204	204	204
负债合计	9917	13152	13534	15272	17506
股本	1948	1918	1918	1918	1918
资本公积金	2220	1980	1980	1980	1980
留存收益	7230	7582	8834	10248	11840
少数股东权益	2289	2319	2778	3312	3918
归属于母公司所有者权益	11398	11479	12731	14146	15737
负债及权益合计	23604	26950	29043	32730	37161

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	731	557	2006	2596	2820
净利润	2608	1288	2094	2440	2769
折旧摊销	452	563	830	1037	1223
财务费用	216	231	482	362	403
投资收益	(1473)	(296)	(639)	(604)	(604)
营运资金变动	(1026)	(1130)	(772)	(650)	(983)
其它	(48)	(100)	11	10	12
投资活动现金流	(754)	(2013)	(2257)	(2293)	(2292)
资本支出	(1545)	(2521)	(2896)	(2896)	(2896)
其他投资	791	508	639	604	604
筹资活动现金流	(351)	226	(1365)	(135)	(227)
借款变动	1779	1236	(500)	718	748
普通股增加	0	(31)	0	0	0
资本公积增加	(340)	(240)	0	0	0
股利分配	(1325)	(643)	(384)	(491)	(572)
其他	(466)	(97)	(482)	(362)	(403)
现金净增加额	(374)	(1230)	(1616)	168	301

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9696	12600	15200	17406	20725
营业成本	6860	9330	10734	12359	14726
营业税金及附加	66	67	81	93	111
营业费用	477	507	535	613	730
管理费用	850	1108	1185	1357	1616
研发费用	292	344	339	388	462
财务费用	254	138	482	362	403
资产减值损失	(28)	(121)	(115)	(88)	(108)
公允价值变动收益	5	5	6	5	5
其他收益	136	146	128	137	137
投资收益	1473	296	505	462	462
营业利润	2482	1431	2368	2749	3174
营业外收入	199	52	91	114	86
营业外支出	47	91	84	74	83
利润总额	2634	1392	2375	2789	3177
所得税	26	104	280	349	407
少数股东损益	516	282	459	534	606
归属于母公司净利润	2092	1006	1636	1906	2163

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-13%	30%	21%	15%	19%
营业利润	-54%	-42%	65%	16%	15%
归母净利润	-51%	-52%	63%	17%	14%
获利能力					
毛利率	29.2%	26.0%	29.4%	29.0%	28.9%
净利率	21.6%	8.0%	10.8%	10.9%	10.4%
ROE	18.4%	8.8%	13.5%	14.2%	14.5%
ROIC	15.3%	7.3%	11.6%	11.6%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	42.0%	48.8%	46.6%	46.7%	47.1%
净负债比率	20.5%	23.8%	20.4%	20.3%	19.9%
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.0	2.2	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	5.6	6.1	6.0	5.9	6.0
应付账款周转率	3.0	3.2	2.9	2.9	3.0
每股资料(元)					
EPS	1.09	0.52	0.85	0.99	1.13
每股经营净现金	0.38	0.29	1.05	1.35	1.47
每股净资产	5.94	5.99	6.64	7.38	8.21
每股股利	0.34	0.20	0.26	0.30	0.34
估值比率					
PE	13.5	28.2	17.3	14.9	13.1
PB	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.7	16.1	9.2	8.1	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。