

## 公司研究

## 加码特福国际股权，以重组推动海外建材业务再升级

——科达制造（600499.SH）筹划重大资产重组事项点评

## 增持（维持）

当前价：17.69元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwfb@ebsecn.com

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

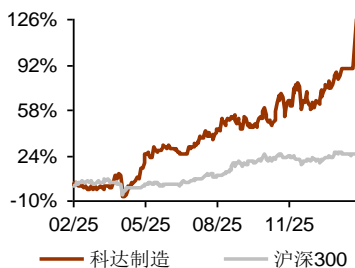
021-52523879

wuyujie@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	19.18
总市值(亿元):	339.27
一年最低/最高(元):	6.92/17.89
近3月换手率:	100.31%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.64	41.52	101.91
绝对	24.40	42.66	125.92

资料来源：Wind

## 相关研报

产能释放推动业绩增长，25Q3 现金流改善明显——科达制造（600499.SH）2025 年三季报点评（2025-11-02）

业绩同比高增，海外建材持续放量——科达制造（600499.SH）2025 年半年报点评（2025-08-28）

上半年业绩同比大幅预增，海外建材持续提价拓产——科达制造（600499.SH）2025 年半年度业绩预增公告（2025-07-15）

## 要点

## 事件：

公司于 26 年 1 月 14 日晚发布筹划重大资产重组的停牌公告，公告公司正在筹划以发行股份及支付现金的方式收购公司控股子公司广东特福国际控股有限公司（以下简称“特福国际”）的少数股权，同时募集配套资金，公司 A 股股票自 26 年 1 月 15 日开市起开始停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。26 年 1 月 28 日晚公司发布筹划重大资产重组的交易预案及股票复牌的提示性公告，公司股票自 26 年 1 月 29 日开市起复牌。

## 点评：

**筹划重大资产重组，加码特福国际股权：**公司在 2015 年与森大集团合作进入非洲市场，通过合资建厂的模式开启海外建材业务，2016 年起双方以单个项目为单位，在非洲多国陆续投建并运营多个陶瓷生产基地。2023 年底公司与森大集团组建子公司特福国际，作为海外建材业务的管理总部，公司持股 51%；为提升公司海外建材业务独立性，增强核心竞争力，特福国际全资子公司 TILEMASTER 与森大集团签订《商标转让框架协议》，以 2 亿元对价获取森大集团及其关联方的建材业务相关 182 项商标，持续提升海外建材业务的独立性。24 年特福国际实施股权激励引入员工持股平台，股权出资完成后员工持股平台持股 5%，公司持股比例为 48.5%，森大集团持股比例为 30.88%。

根据交易预案：

- 1) 公司拟通过发行股份及支付现金的方式向森大集团等 24 名交易对方购买其合计持有的特福国际 51.55% 股权，交易完成后公司将持有特福国际 100% 的股权；
- 2) 同时公司拟向 24 名特定投资者发行股份募集配套资金，发行股份购买资产的发行价格为 **10.80 元/股**。交易完成后预计森大集团及其一致行动人将持有上市公司 5% 以上股份。配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%，配套募集资金发行股份数量不超过本次发行股份及支付现金购买资产完成后上市公司总股本的 30%。发行股份及支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，最终募集配套资金成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产的实施；
- 3) 目前标的资产的审计评估工作尚在推进中，交易价格尚未确定。

**交易有望大幅增厚公司归母净利润，持续夯实海外建材板块经营：**公司海外建材业务持续拓展，特福国际已构建起“瓷砖+洁具+玻璃”为核心的业务体系，自 2016 年投产第一个工厂，海外建材产能已陆续布局肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦 7 个国家，已投产 21 条瓷砖生产线、2 条玻璃生产线、2 条洁具生产线，2024 年实现瓷砖销量约 1.72 亿平方米，占非洲瓷砖消费量的 14.3%，瓷砖品牌“Twyfor”在非洲撒哈拉以南部分地区具备广泛认知。公司海外建材业务持续高增，2025 年半年度营收及毛利润占比达 46% 及 58%，毛利率居所有业务板块之首，为 36.8%，海外建材已成为公司营收第一大板块及利润核心贡献来源。通过重组交易，有望大幅增厚公司归母净利润。根据交易预案，以 25 年经营数据来看，特福国际 25 年实现营收及净利润 81.9 亿元及 14.7 亿元，净利率约为 18%，则能够增加 7.6 亿元的归母净利润（公司 25 年前三季度归母净利润为 11.5 亿元）。通过交易，特福国际将成为上市公司的全资子公司，有利于进一步提高上市公司资产的完整性、增强业务协同性，同时，森大集团也将成为公司股东，与公

司建立更为稳定的利益共享、风险共担机制,增强其与公司战略利益的深度绑定。公司在1月28日晚也发布了重大投资公告,同意投资9,471.80万美元用于建设加纳浮法玻璃生产项目,持续拓展海外建材业务。

**碳酸锂价格提升,有望持续增厚公司利润:**受供给端扰动影响,叠加需求端旺盛带动,25年下半年开始碳酸锂价格持续抬升,受到出口退税政策影响,锂电企业的需求有望进一步前置,进而继续推涨碳酸锂价格。25年1-9月公司参股公司蓝科锂业实现碳酸锂产量/销量3.2/3.2万吨,同比增长2.3%/11.3%,营收为19.2亿元,同比下滑13.5%。通过工艺优化等,净利率由24年同期的24%提升至32%,25年1-9月归母净利润贡献为2.7亿元,同比提升15.2%。碳酸锂价格提升有望进一步增厚公司利润。

**盈利预测、估值与评级:**公司陶机龙头地位稳固,海外建材产能持续释放推动业绩高增,通过重组将持续夯实海外建材板块经营,目前重组事项尚在推进中,因此我们维持公司25-27年的归母净利润预测为15.7/18.5/20.3亿元,维持公司“增持”评级。

**风险提示:**环保要求提高提升提锂成本;非洲建材需求增速不及预期;国内经济复苏及碳改推进不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)		12,600	16,032	17,823	19,291
营业收入增长率	-13.10%	29.96%	27.24%	11.17%	8.23%
归母净利润 (百万元)	2,092	1,006	1,569	1,854	2,032
归母净利润增长率	-50.79%	-51.90%	55.89%	18.17%	9.60%
EPS (元)	1.07	0.52	0.82	0.97	1.06
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.35%	8.77%	12.39%	13.30%	13.30%
P/E	16	34	22	18	17
P/B	3.0	3.0	2.7	2.4	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-01-30

注: 公司23年及24年总股本分别为19.48及19.18亿股, 预测公司25-27年股本均为19.18亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,696	12,600	16,032	17,823	19,291
营业成本	6,860	9,330	11,583	12,785	13,758
折旧和摊销	452	563	525	631	735
税金及附加	66	67	86	95	103
销售费用	477	507	641	677	733
管理费用	850	1,108	1,411	1,568	1,698
研发费用	292	344	438	487	527
财务费用	254	138	290	277	268
投资收益	1,473	296	450	450	450
营业利润	2,482	1,431	2,158	2,543	2,783
利润总额	2,634	1,392	2,119	2,504	2,744
所得税	26	104	158	186	204
净利润	2,608	1,288	1,961	2,317	2,540
少数股东损益	516	282	392	463	508
归属母公司净利润	2,092	1,006	1,569	1,854	2,032
EPS(元)	1.07	0.52	0.82	0.97	1.06

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	731	557	1,996	2,701	2,512
净利润	2,092	1,006	1,569	1,854	2,032
折旧摊销	452	563	525	631	735
净营运资金增加	443	912	850	349	807
其他	-2,256	-1,924	-948	-133	-1,062
投资活动产生现金流	-754	-2,013	-1,272	-2,065	-1,065
净资本支出	-1,537	-2,404	-1,513	-2,515	-1,515
长期投资变化	3,000	3,248	0	0	0
其他资产变化	-2,217	-2,857	241	450	450
融资活动现金流	-351	226	80	-216	-1,103
股本变化	0	-31	0	0	0
债务净变化	1,785	1,570	777	573	-204
无息负债变化	312	1,665	663	442	2
净现金流	-367	-1,204	804	420	344

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.2%	26.0%	27.7%	28.3%	28.7%
EBITDA 率	17.9%	16.6%	16.2%	17.0%	17.7%
EBIT 率	13.2%	12.1%	12.9%	13.4%	13.9%
税前净利润率	27.2%	11.0%	13.2%	14.0%	14.2%
归母净利润率	21.6%	8.0%	9.8%	10.4%	10.5%
ROA	11.0%	4.8%	6.5%	7.1%	7.4%
ROE (摊薄)	18.4%	8.8%	12.4%	13.3%	13.3%
经营性 ROIC	9.8%	8.7%	10.4%	10.7%	11.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	42%	49%	49%	48%	45%
流动比率	1.83	1.48	1.42	1.37	1.47
速动比率	1.26	0.94	0.98	0.95	1.03
归母权益/有息债务	2.35	1.79	1.76	1.79	2.02
有形资产/有息债务	4.43	3.83	3.83	3.90	4.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	23,604	26,950	29,967	32,716	34,363
货币资金	3,602	2,952	3,756	4,176	4,520
交易性金融资产	291	717	717	717	717
应收账款	1,767	2,252	2,867	2,834	3,027
应收票据	55	52	67	74	80
其他应收款 (合计)	553	248	385	435	471
存货	3,668	4,794	4,574	4,799	4,887
其他流动资产	735	865	981	974	1,011
流动资产合计	11,766	13,236	14,846	15,586	16,353
其他权益工具	814	4	4	4	4
长期股权投资	3,000	3,248	3,248	3,248	3,248
固定资产	4,031	6,404	7,488	9,300	10,063
在建工程	1,432	971	728	546	410
无形资产	874	1,017	1,015	1,016	1,016
商誉	913	860	860	860	860
其他非流动资产	207	187	359	359	359
非流动资产合计	11,838	13,714	15,121	17,129	18,010
总负债	9,917	13,152	14,592	15,607	15,405
短期借款	572	1,018	1,795	2,367	2,163
应付账款	1,840	2,954	3,206	3,196	2,752
应付票据	579	435	540	596	642
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	174	186	152	134	126
流动负债合计	6,427	8,964	10,465	11,408	11,147
长期借款	3,399	3,983	3,983	3,983	3,983
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	37	14	86	145
非流动负债合计	3,490	4,188	4,127	4,199	4,258
股东权益	13,687	13,798	15,375	17,109	18,959
股本	1,948	1,918	1,918	1,918	1,918
公积金	3,890	3,488	3,606	3,606	3,606
未分配利润	7,036	6,973	8,041	9,311	10,653
归属母公司权益	11,398	11,479	12,664	13,934	15,276
少数股东权益	2,289	2,319	2,711	3,175	3,683

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.92%	4.02%	4.00%	3.80%	3.80%
管理费用率	8.77%	8.80%	8.80%	8.80%	8.80%
财务费用率	2.62%	1.10%	1.81%	1.56%	1.39%
研发费用率	3.01%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%
所得税率	1%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.33	0.20	0.30	0.36	0.39
每股经营现金流	0.38	0.29	1.04	1.41	1.31
每股净资产	5.85	5.99	6.60	7.27	7.97
每股销售收入	4.98	6.57	8.36	9.29	10.06

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	34	22	18	17
PB	3.0	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	22.7	19.7	16.4	14.6	13.2
股息率	1.9%	1.1%	1.7%	2.0%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼