

公司研究

陶瓷产业巨子：以中国经验，抢滩非洲建材蓝海

——科达制造（600499.SH）首次覆盖报告

要点

陶瓷产业巨子：以中国经验，抢滩非洲建材蓝海

- 目前最成功的出海建材企业之一。**公司已在非洲 5 国拥有 6 个生产基地，2022 年海外陶瓷业务产量达 1.23 亿平方米；实现收入 32.8 亿元，占总营收的 29.4%，与其他消费建材龙头上市企业相比，公司海外建材业务收入占比及体量均位居首位。公司海外建材业务规划 5 年内实现百亿收入，通过持续拓产线、拓地域及拓品类，逐步形成 80%建筑陶瓷、5%洁具、15%建筑玻璃的收入结构。
- 非洲：建材的蓝海市场。**2020 年非洲平均城镇化率为 43.8%，接近 2006 年中国的城镇化率水平。据非洲开发银行测算，2050 年非洲的城市化率将达到 60%，接近 2017 年中国城镇化率水平。城镇化率的快速提升催化城市建设需求；当前较低的城镇化率水平、较高的城镇化速度及相对和缓的竞争格局带来建材业务发展的高增速及高盈利性。
- 携手森大，抢滩非洲。**陶机全球化布局使公司熟知各地陶瓷供需情况，领先的陶机技术工艺为产品适配性及降本增效提供可能；森大集团在非洲强大的销售网络为项目运作前期快速打开销售渠道；公司获世界银行融资支持，与其旗下金融机构 IFC 先后签订 1.65 亿美元及 2 亿欧元的长期贷款协议，充沛资金支持产能扩张。

陶机业务长期有看点，碳酸锂价格对其盈利影响逐步减弱。公司陶机业务全球领先，将争取 5 年内实现陶机业务的“百亿目标”，向耗材、墨水生产及产线运维等方向的延伸及“双碳”推进下的技改、智能化需求有望带来新的业务增量。公司谨慎释放锂电材料产能，参股的蓝科锂业成本优势明显，碳酸锂价格趋于底部，对公司盈利影响将逐步减弱。

投资建议：公司三大业务均增长可期：陶机装备（向备件及运维方向的延伸以及技改需求带来业务增量），碳酸锂（蓝科盐湖提锂工艺，成本较低；碳酸锂价格趋于底部区间，未来对公司业绩拖累减小），非洲陶瓷（先发优势、渠道优势及融资优势构筑业务护城河，高成长性高盈利性的非洲建材蓝海市场带来广阔成长空间）。我们预测 23-25 年公司 EPS 分别为 1.10/1.20/1.28 元/股，当前股价对应 PE 分别为 10X/9X/9X。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：碳酸锂价格持续下探，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。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,797	11,157	9,961	12,494	14,885
营业收入增长率	32.57%	13.89%	-10.72%	25.43%	19.14%
净利润（百万元）	1,006	4,251	2,150	2,339	2,488
净利润增长率	253.53%	322.66%	-49.42%	8.80%	6.36%
EPS（元）	0.53	2.18	1.10	1.20	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.68%	37.33%	17.60%	16.99%	16.15%
P/E	21	5	10	9	9
P/B	3.1	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-02-23，21/22/23 年总股本分别为 18.88/19.48/19.48 亿股

增持（首次）

当前价：11.37 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@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)	19.48
总市值(亿元)	221.54
一年最低/最高(元)	9.70/15.58
近 3 月换手率	59.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.88	13.43	-16.88
绝对	-2.49	12.80	-26.45

资料来源：Wind

目 录

1、 基于陶机优势，业务多元延伸.....	5
1.1、 公司由陶机制造起家，成长为全球领先的陶机龙头.....	5
1.2、 以陶机业务为基石，构建起多元业务格局	5
2、 以中国经验，抢滩非洲建材蓝海	8
2.1、 消费建材领域，迄今最成功的上市出海企业.....	8
2.2、 非洲：建材的蓝海市场.....	9
2.3、 以中国经验，抢滩非洲建材蓝海	10
2.4、 深入非洲，绝非易事	12
3、 陶机及锂电业务亦颇具看点	14
3.1、 陶机业务全球领先，具备一定的增量空间	14
3.2、 布局锂电业务，投资蓝科锂业获得丰厚回报.....	16
4、 盈利预测与投资建议	19
4.1、 关键假设及盈利预测	19
4.2、 分部估值	21
4.3、 投资建议	22
5、 风险分析.....	23

图目录

图 1: 科达制造股权架构图	5
图 2: 科达制造主要发展历程	6
图 3: 科达制造主要业务架构	6
图 4: 公司营收稳步提升	7
图 5: 三大业务贡献主要毛利	7
图 6: 公司业绩波动较大 (单位: 亿元)	7
图 7: 碳酸锂价格波动较大 (单位: 万元/吨)	7
图 8: 公司海外业务发展历程	8
图 9: 公司国外收入体量在消费建材龙头企业中最高 (单位: 亿元)	8
图 10: 公司国外收入占比在消费建材龙头企业中最高	8
图 11: 公司海外陶瓷毛利率与国内企业对比	9
图 12: 国内主要瓷砖生产企业上市以来毛利率区间	9
图 13: 我国城镇化率水平	9
图 14: 我国房地产投资在 2006 年开始高增	9
图 15: 非洲人口持续增长	10
图 16: 非洲劳动人口占比持续提升	10
图 17: 非洲瓷砖产量及消费量	10
图 18: 非洲瓷砖供给缺口及占比	10
图 19: 公司海外建材产能持续增长	11
图 20: 公司海外建材业务收入	11
图 21: 公司海外建材整体产能布局 (截至 2023 年 6 月 30 日)	12
图 22: 公司海外建材业务架构	13
图 23: 森大集团深耕非洲	13
图 24: 公司陶瓷机械产线装备	15
图 25: 公司陶机近五年产销量情况	15
图 26: 陶瓷、锂电负极材料生产环节对比	16
图 27: 公司锂电业务发展历程	17
图 28: 公司投资蓝科锂业收益丰厚	18
图 29: 蓝科锂业碳酸锂产销量情况	18
图 30: 2006-2017 年建材 (中信) 指数成分股营收及 PE 情况	21

表目录

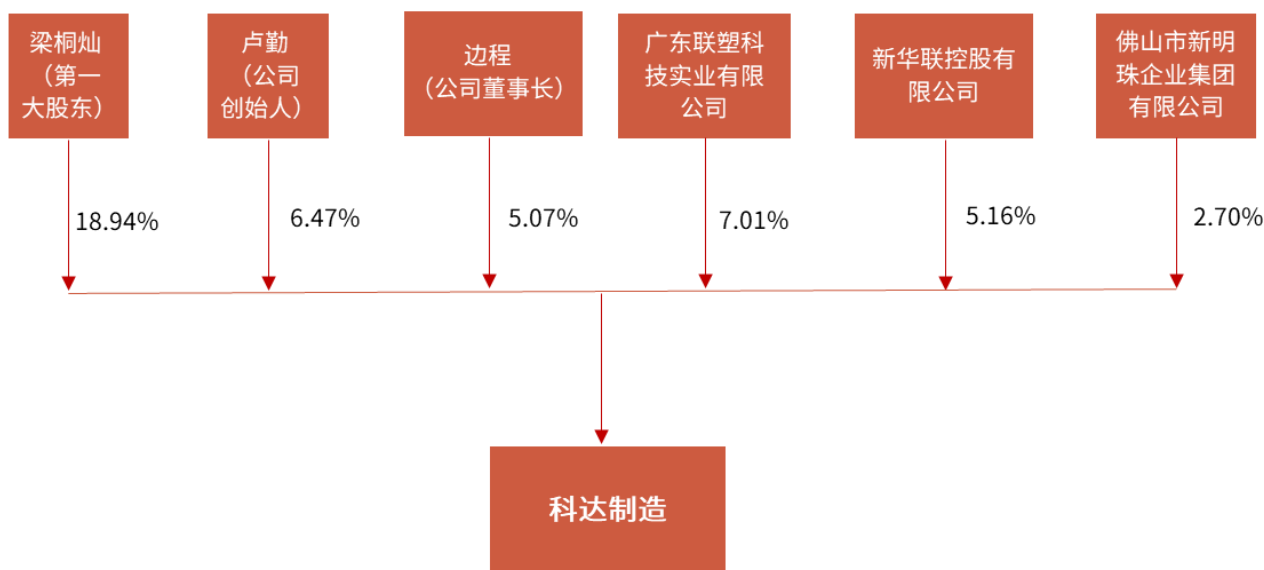
表 1: 公司已建成海外产能情况 (截至 2023 年 12 月)	11
表 2: 公司海外规划建设项目情况 (截至 2023 年 12 月)	12
表 3: 公司海外建材业务融资渠道	14
表 4: 新建项目使用自有资金、商业贷款及 IFC 资金	14
表 5: 与陶瓷产业相关的“双碳”政策	16
表 6: 公司锂电业务布局情况	17
表 7: 公司机械产品综合销售单价表	19
表 8: 关键业务收入预测表	20
表 9: 公司分部估值表	22
表 10: 可比公司 PE 估值表	22

1、基于陶机优势，业务多元延伸

1.1、 公司由陶机制造起家，成长为全球领先的陶机龙头

公司由陶机制造业务起家，为全球领先的陶机制造龙头。科达制造股份有限公司（以下简称“科达制造”或“公司”）成立于1992年，是全球领先的陶机龙头企业。公司由陶机制造业务起家，积极推进“全球化”的发展战略，基于陶机业务优势，内拓外展逐步构建起建材机械、海外建材、锂电材料及装备业务等多元化业务结构。公司为民营企业，截至2023年三季度末，公司第一大股东为梁桐灿，持股比例为18.94%，无实际控制人。

图 1：科达制造股权架构图



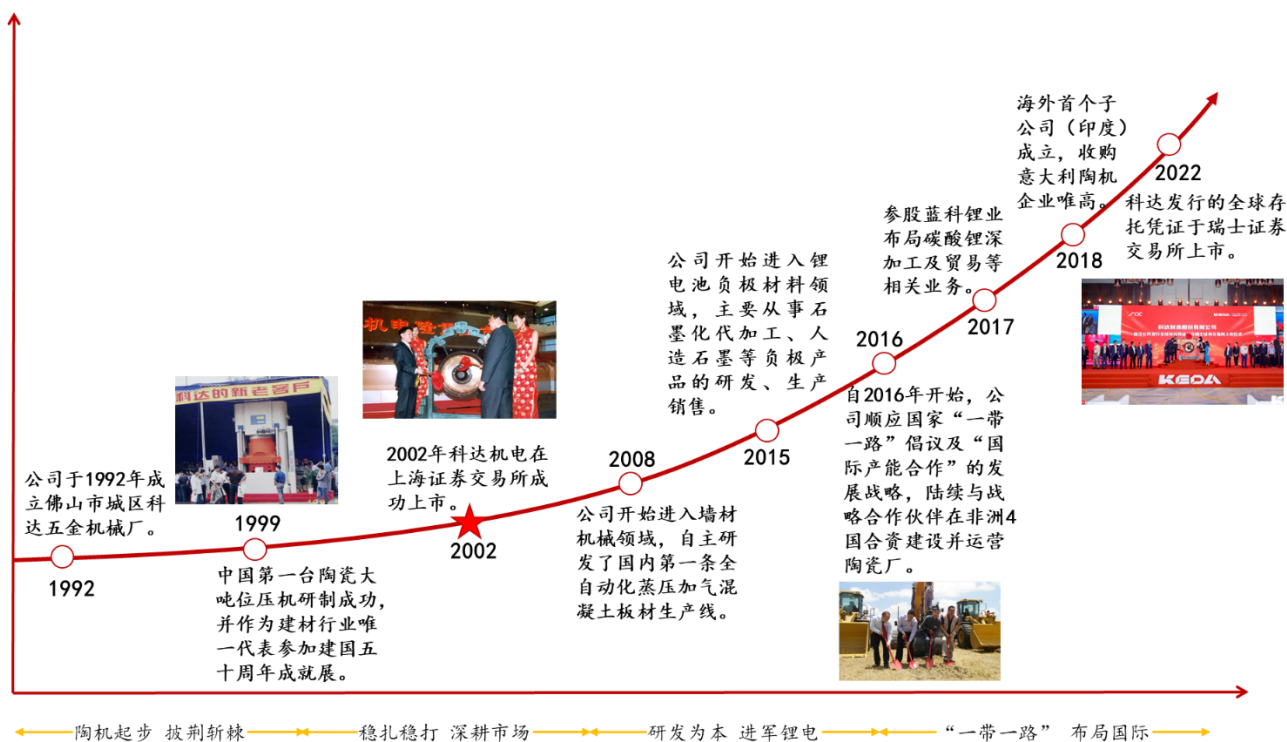
资料来源：公司公告，光大证券研究所
 注：时间截至 2023 年三季度末

公司获中国联塑二级市场增持，海外市场协作值得期待。公司目前第二大股东为广东联塑科技实业有限公司（以下简称“广东联塑”），2023年1月以来，广东联塑在二级市场持续增持公司并于2月28日公告举牌，截至2023年三季度末，广东联塑持股比例达7.01%。广东联塑主要业务为塑料管道和管件的制造及销售。持续增持下，广东联塑与公司的关系更加稳固，双方有望在非洲海外市场的业务等方面开展合作。

1.2、 以陶机业务为基石，构建起多元业务格局

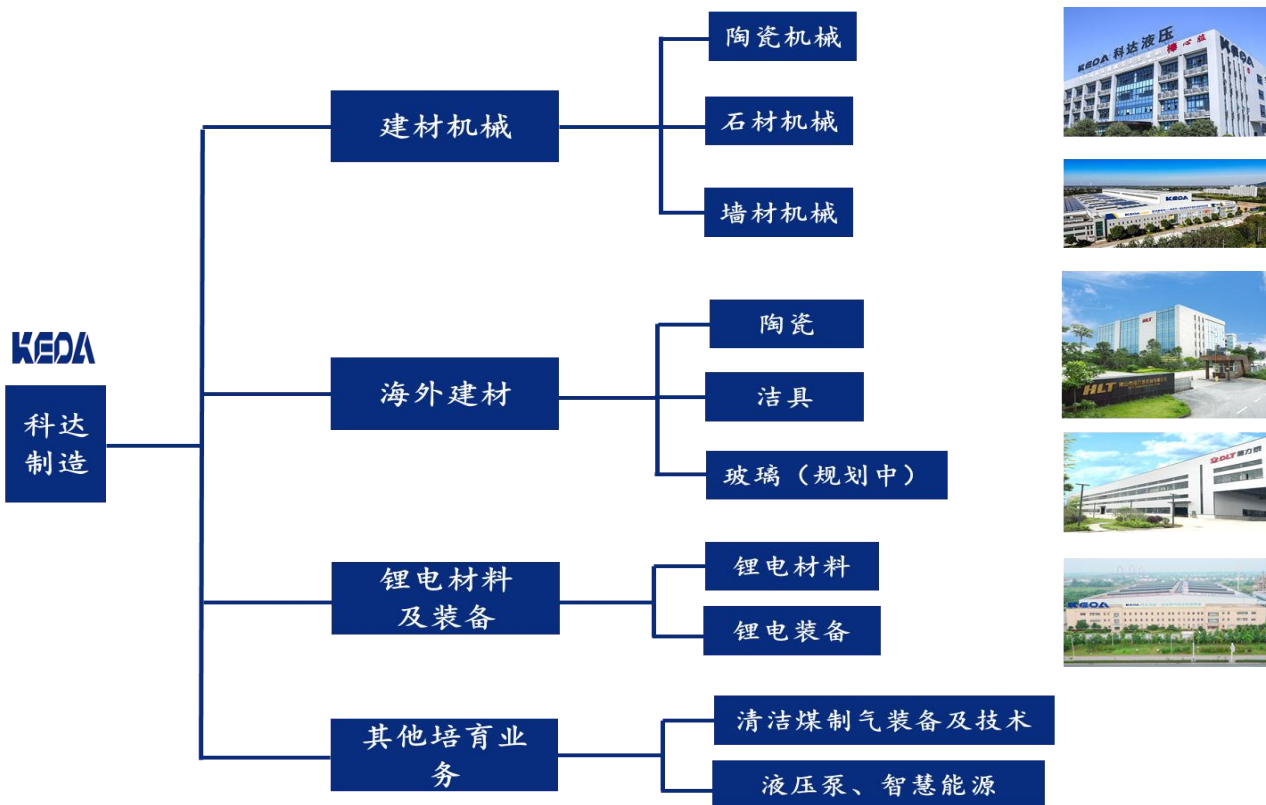
以陶机业务为基石，外拓锂电及海外建材业务。公司1992年从五金机械厂起步，持续推进陶机研发制造，在2002年实现陶机装备国产化，并于同年登陆上交所；凭借烧结环节的相通性，公司于2015年切入锂电行业，自建产线进行石墨化及人造石墨等负极产品的研发、生产及销售。2017年公司参股蓝科锂业，布局碳酸锂深加工及贸易等业务。2016年，公司抓住“一带一路”倡议及“国际产能合作”的发展机遇，凭借全球领先的陶机市场地位，与森大集团合作，积极布局非洲建材市场并在疫情期间快速拓展市场份额。

图 2：科达制造主要发展历程



资料来源：wind，公司官网，光大证券研究所

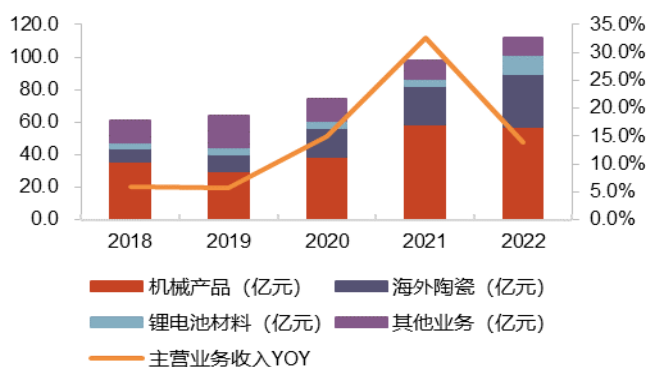
图 3：科达制造主要业务架构



资料来源：公司年报，公司官网，光大证券研究所

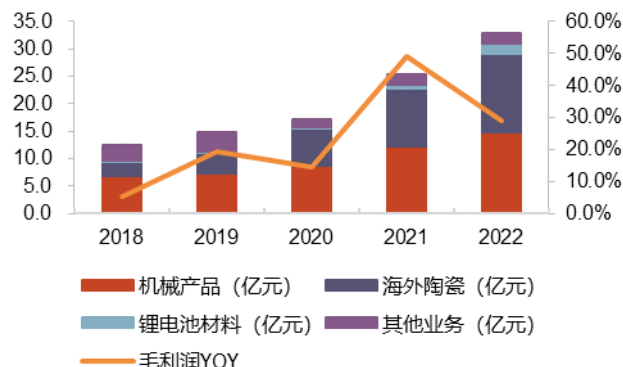
营收利润稳步增长，锂价波动引致业绩波动较大。机械产品、海外陶瓷及锂电材料三大业务是公司主要的收入来源，机械产品作为公司的基石业务，虽 2022 年受地产下行影响收入有所收缩，但整体维持稳定；多元拓展的海外陶瓷及锂电池材料业务收入呈快速增长态势，有效助力公司收入增长。公司毛利润稳步增长，三大业务亦是公司利润的主要来源。公司参股的蓝科锂业不并表，持股比例为 43.58%，收益体现为投资收益；公司业绩整体呈上升态势，由于蓝科锂业投资收益受碳酸锂价格波动影响，导致公司业绩波动较大。

图 4：公司营收稳步提升



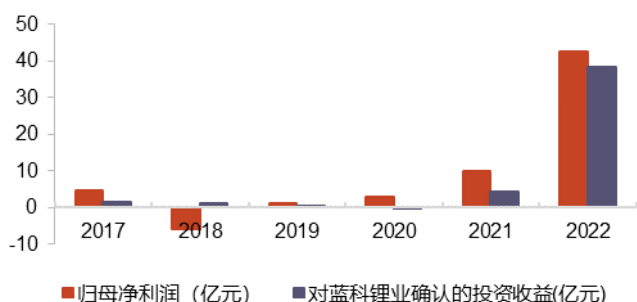
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：三大业务贡献主要毛利



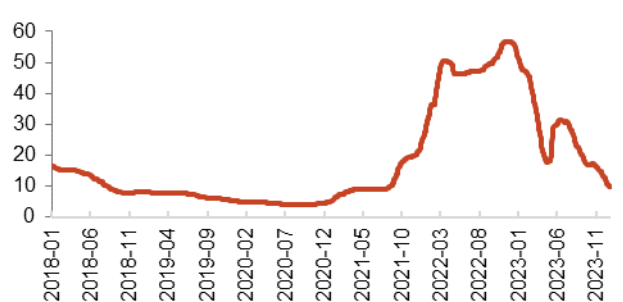
资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：公司业绩波动较大 (单位：亿元)



资料来源：wind，光大证券研究所

图 7：碳酸锂价格波动较大 (单位：万元/吨)



资料来源：wind，光大证券研究所

注：时间范围为 2018 年 1 月到 2023 年 12 月 29 日

2、以中国经验，抢滩非洲建材蓝海

2.1、消费建材领域，迄今最成功的上市出海企业

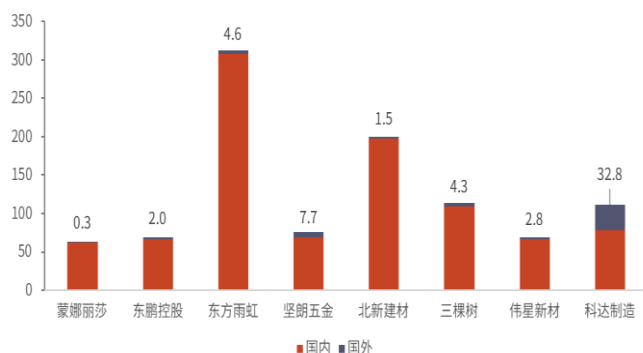
出海先锋，公司出海业务在消费建材行业处领先地位。公司在 2008 年就提出国内和国外“两条腿”走路的策略，逐步实现陶机业务的全球化布局。2015 年，公司开始在非洲快速拓展建材业务。目前公司业务范围已覆盖全球五大洲 60 多个国家，2022 年公司国外收入达 62 亿元，占总收入的 55.6%。国外收入中海外陶瓷业务收入为 32.8 亿元，占总收入的 29.4%，与其他消费建材龙头企业相比，无论是海外建材收入体量还是占比，公司均居首位。同时随着公司全球化发展战略的持续推进，海外业务将会持续增长。

图 8：公司海外业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

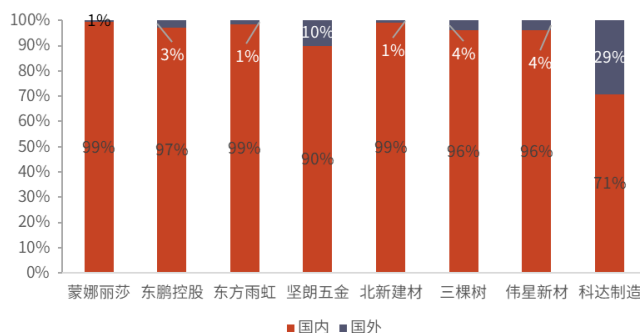
图 9：公司国外收入体量在消费建材龙头企业中最高（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

注：图 9 及图 10 中科达制造的海外部分仅为海外陶瓷业务收入（不包含海外陶机业务），图 9 及图 10 的收入为 2022 年收入情况。

图 10：公司国外收入占比在消费建材龙头企业中最高

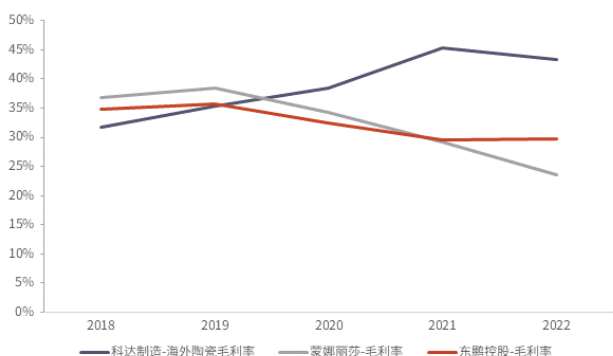


资料来源：wind，光大证券研究所

2.2、非洲：建材的蓝海市场

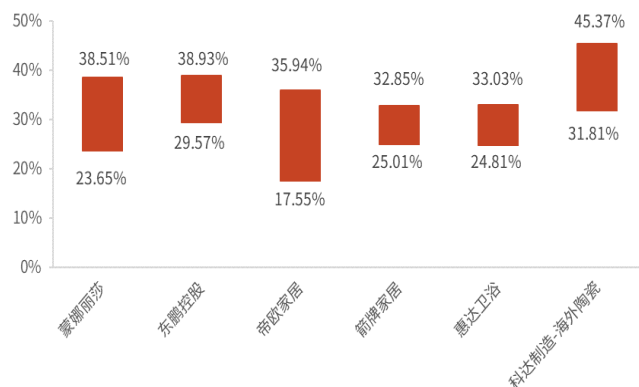
掘金非洲，蓝海市场具备高成长性及高盈利性。在国内城镇化放缓及地产行业下行的背景下，公司瞄准非洲建材蓝海市场，较低的城镇化率水平、较高的城镇化速度及相对和缓的竞争格局带来了业务的高增速及高盈利性。公司海外陶瓷业务盈利能力显著高于国内陶瓷龙头企业，2022 年公司海外陶瓷业务毛利率高达 43.3%，高出我国主要上市瓷砖企业（5 家）同期平均毛利率 17.6 个百分点。其非洲业务较高的盈利水平，表明非洲当地需求潜力较大，且供需格局较优。

图 11：公司海外陶瓷毛利率与国内企业对比



资料来源：wind，光大证券研究所

图 12：国内主要瓷砖生产企业上市以来毛利率区间



资料来源：wind，光大证券研究所

注：图示上下限为企业上市至 2022 年毛利率最低及最高水平

非洲处于城镇化早期，城镇化率提升将催化城市建设需求。2020 年非洲平均城镇化率为 43.8%，接近 2006 年中国的城镇化率水平。据非洲开发银行测算，2050 年非洲的城市化率将达到 60%，接近 2017 年中国城镇化率水平。2006-2014 年我国城镇化率快速提升，房地产投资也维持较高速增长。参照我国的发展经验，非洲城镇化率的提升预计也将催生庞大的城市建设需求，为非洲建材市场的发展提供巨大的潜力空间。

图 13：我国城镇化率水平



资料来源：wind，光大证券研究所

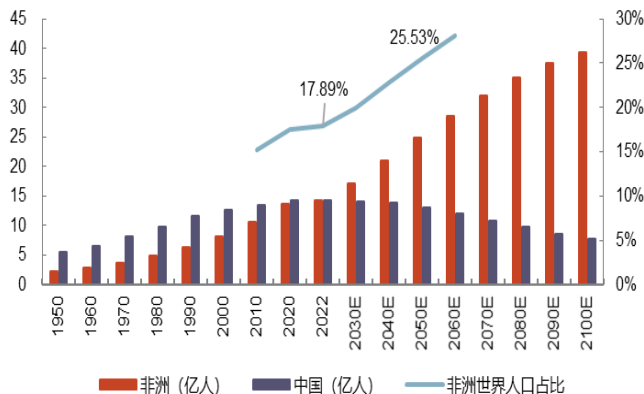
图 14：我国房地产投资在 2006 年开始高增



资料来源：wind，光大证券研究所

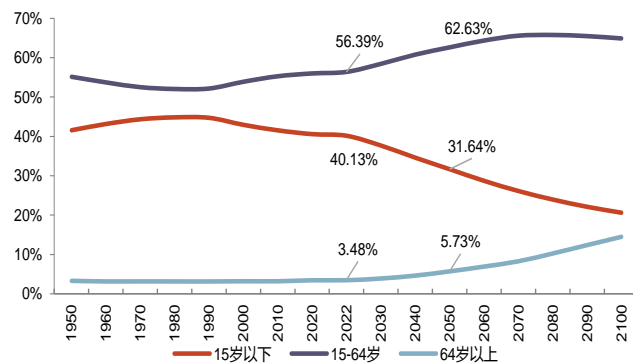
非洲人口持续增长，人口结构较优。根据 Population Pyramid 发布的数据，截至 2022 年，非洲总人口约 14.27 亿人并将持续增长。对比非洲人口与中国人口的变化趋势，非洲具有明显的人口红利。从人口结构来看，2022 年非洲青年（15—34 周岁）人口数量为 4.82 亿，占非洲人口总数的 33.77%。从劳动年龄（15—64 周岁）人口占比情况来看，非洲劳动年龄人口数量整体呈现上升趋势，该人口数量占比将从 2022 年的 56.39% 增至 2050 年的 62.63%。非洲人口以劳动年龄人口为主，具备丰厚的人口红利。

图 15: 非洲人口持续增长



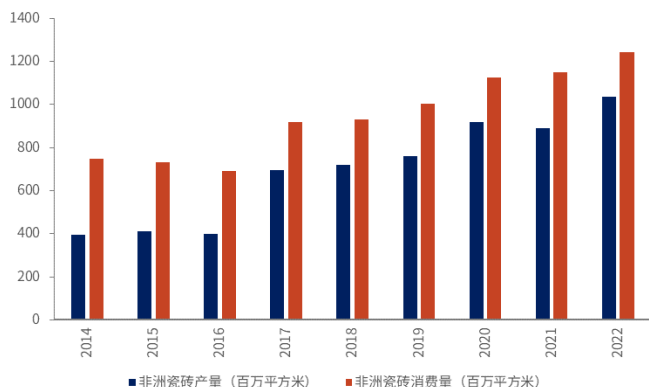
资料来源: Population Pyramid, wind, 光大证券研究所

图 16: 非洲劳动人口占比持续提升

资料来源: Population Pyramid, 光大证券研究所
注: 预测数据来源于联合国经济和社会事务部人口司

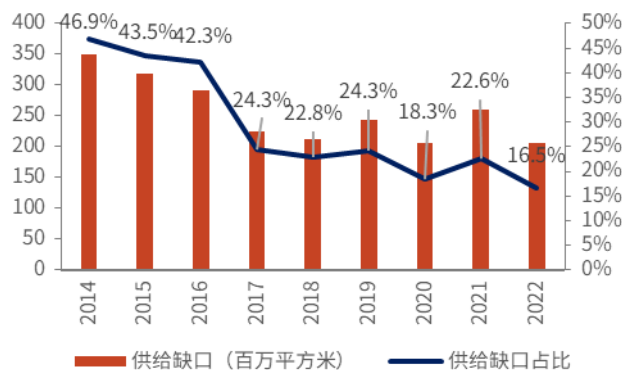
非洲瓷砖消费量逆势上扬, 本地化生产持续拓展。自 2014 年以来, 非洲瓷砖消费量整体上保持增长态势, 非洲瓷砖消费量从 2014 年的 7.5 亿平方米增长至 2022 年的 12.4 亿平方米, 2022 年非洲成为全世界瓷砖消费量唯一上扬的市場。非洲瓷砖生产和消费的缺口较大, 前期主要靠贸易进口满足本地需求, 近几年也逐步开启本地化生产, 非洲本土瓷砖产能逐步增长, 供给缺口占比在 2022 年降至 16.5%。

图 17: 非洲瓷砖产量及消费量



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 18: 非洲瓷砖供给缺口及占比



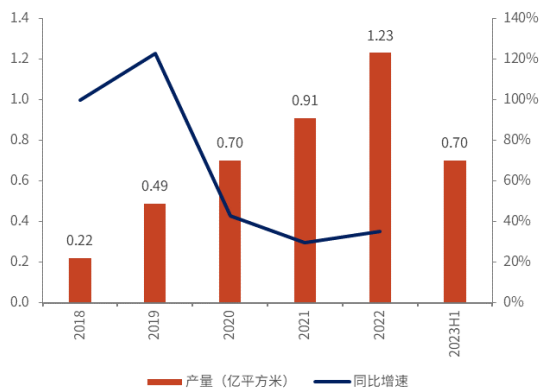
资料来源: wind, 光大证券研究所

2.3、以中国经验, 抢滩非洲建材蓝海

已建成 6 个本地生产基地, 规划 5 年内实现百亿营收。截至 2022 年, 公司已在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚 5 个非洲国家相继建成投产了 6 个生产基地, 拥有 17 条陶瓷产线及 1 条洁具产线, 公司海外建材业务规划 5 年实现百亿收入, 形成 80%建筑陶瓷、5%洁具、15%建筑玻璃的收入结构。

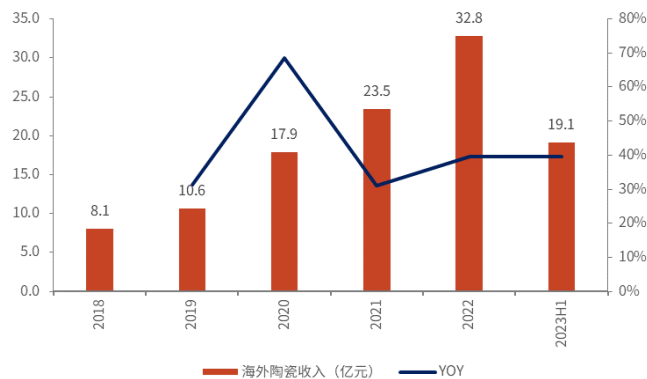
产能及收入均快速增长, 产能利用率超 100%。公司 2022 年海外陶瓷产量合计达 1.23 亿平方米, 实现营收 32.8 亿元, 同比增长 39.7%, 各生产基地的产能利用率均超过 100%。2023 年上半年公司海外陶瓷的产量达到 0.7 亿平方米, 海外陶瓷收入达 19.1 亿元。

图 19: 公司海外建材产能持续增长



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 20: 公司海外建材业务收入



资料来源: wind, 光大证券研究所

坚定产能扩张, 加速“大建材”业务布局。非洲市场潜力巨大, 公司坚定扩产, 截至目前, 在建两个陶瓷生产项目、两个玻璃生产项目及一个洁具项目。以上新增项目达产后, 预计公司陶瓷年产能将超 2 亿平方米, 洁具年产能超 260 万件, 玻璃年产能超 40 万吨。另外, 公司已建立团队, 考察南美洲、亚洲等区域结构性机会。

表 1: 公司已建成海外产能情况 (截至 2023 年 12 月)

基地状态	基地名称	生产线	投产时间	主要产品	2022 年产量 (亿平方米)	2022 年产能利用率	
已建成	Keda 肯尼亚	一期	2016 年 11 月	彩釉	0.287	121%	
	Keda 肯尼亚基苏木工厂	二期	2018 年 3 月	彩釉、瓷片、水晶砖			
	Keda 加纳		一期	2022 年 6 月	瓷片、彩釉砖	0.467	106%
			一期一线	2017 年 6 月	彩釉、耐磨砖		
			一期二线	2017 年 8 月	抛釉、渗花、仿古砖		
			二期三线	2019 年 9 月	瓷片、彩釉砖		
			三期四线	2021 年 5 月	耐磨砖		
			四期五线	2022 年 6 月	小地砖		
	Keda 坦桑尼亚		洁具一期	2023 年 5 月	洁具	设计日产卫生陶瓷洁具 4000 件	-
			一线	2017 年 11 月	彩釉、耐磨砖、瓷片	0.137	117%
	Keda 塞内加尔		二期	2018 年 3 月	抛釉、渗花、仿古砖	0.238	149%
			一期一线	2019 年 7 月	彩釉、耐磨砖		
			一期二线	2019 年 9 月	瓷片		
	Keda 赞比亚		二期三线	2023 年 3 月	-	0.102	108%
一期一线			2021 年 4 月	瓷片、地砖			
一期二线			2021 年 4 月	抛釉			

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 公司海外规划建设项目建设情况 (截至 2023 年 12 月)

基地状态	产线所在国家	项目	预计投产时间	主要产品	产能规划
	肯尼亚	洁具	2024 年一季度	陶瓷洁具	建设一条日产卫生陶瓷洁具 4022 件的生产线
	坦桑尼亚	玻璃	2024 年	玻璃	建设一条日产能 600 吨的建筑玻璃生产线
在建	喀麦隆	陶瓷	2023 年底至 2024 年初	瓷片、彩釉、耐磨、亮光釉、抛釉、仿古产品	建设建筑陶瓷生产线两条, 设计瓷砖日产能 6.0 万平方米, 年产能 2,010 万平方米
	科特迪瓦	陶瓷	2024 年底	瓷片、耐磨地砖	建设建筑陶瓷生产线一条, 设计产能为日产瓷片、耐磨地砖 3.9 万 m ² , 年产能 1330 万 m ²
	秘鲁	玻璃	-	-	-

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 21: 公司海外建材整体产能布局 (截至 2023 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司 2023 年半年报, 光大证券研究所

2.4、深入非洲，绝非易事

深入非洲，绝非易事。建材企业面临的直接问题有：1) 对当地供需情况的掌握；2) “从 0 到 1” 搭建属地化的销售体系、供应体系及产品品牌；3) 项目融资以及汇率波动等风险。科达凭借其自身经验与优势，与森大集团强强联合，解决了 1) 与 2) 的问题，并成功获得世界银行低息授信以解决项目融资问题。

携手森大，通力合作

与森大集团合作，各取所长：借助陶机销售契机，2015 年公司采取“合资建厂+整线销售+技术工艺服务”的新模式，与森大集团达成合作协议，联合对非洲建筑陶瓷市场进行调研。同年 12 月，双方就非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚三地合

资兴建建筑陶瓷厂项目初步达成合作框架协议，目前共设立 5 个子公司，均由公司间接持股 51%，森大集团持股 49%，投产 6 个生产基地。

其中：公司凭借领先的陶机技术工艺，能够为合资公司提供适配的陶机产品及建筑陶瓷制造工艺；森大集团则主要负责属地化产品销售和品牌运营。借助森大集团的国际贸易的优势及经验，科达的非洲项目能够通过广泛、完整的产业链获取更低原材料成本；在项目运作前期快速打开销售渠道，并在运营过程中逐步夯实自身产业链。

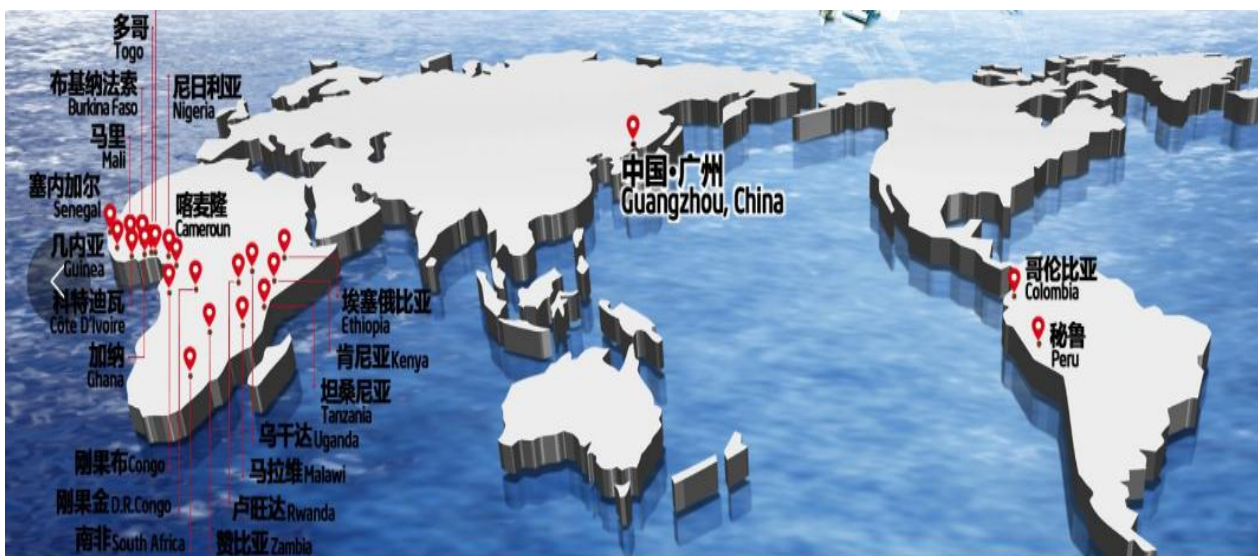
图 22：公司海外建材业务架构



资料来源：公司年报，光大证券研究所

森大集团深耕非洲多年，具备强大的销售渠道优势。森大集团创始于 2000 年，是最早进入非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一，深耕非洲市场多年，通过整合制造资源、销售渠道资源，森大集团的销售网络遍布非洲地区上千个网点，在非洲加纳、坦桑尼亚、肯尼亚、科特迪瓦、塞内加尔、乌干达、赞比亚、尼日利亚与南美洲秘鲁等国均开设了子公司，具备强大的销售渠道优势。2012 年市场竞争的进一步加剧与国内劳动力成本的上升，使森大集团的出口业务面临挑战，企业寻求转型，2013 年森大集团开始着手准备在海外建厂，发展本地化制造业，目前森大集团已在加纳、肯尼亚、坦桑尼亚和塞内加尔等国开设了八个生产基地，建立起集合工业制造、网络营销、战略采购、海运与陆运运输、仓储管理的完整产业链。

图 23：森大集团深耕非洲



资料来源：森大集团官网，光大证券研究所

获世界银行融资支持，充沛资金支持产能扩张

融资渠道通畅，获 IFC 长期低息贷款。公司及森大集团均具备较强的资金实力，能够为新增项目提供资金及信用支持。同时，基于对公司海外建材业务的认可，世界银行旗下金融机构 IFC 于 2020 年与公司签订了长期贷款协议，为非洲项目提供 1.65 亿美元的 7 年长期低息贷款，票面利率 2.4%。2022 年 7 月公司于瑞士证券交易所成功发行全球存托凭证，2023 年公司与 IFC 再度合作，获得 2 亿欧元贷款授信，期限为 5 年。充沛的资金支持公司不断进行产能扩张。

表 3：公司海外建材业务融资渠道

时间	融资方案
2020 年 6 月	与世界银行旗下金融机构 IFC 签订长期贷款协议，为非洲项目提供 1.65 亿美元的 7 年长期低息贷款。若债务人提取美元贷款，贷款利率为 6 个月伦敦同业美元拆借利率（USD LIBOR6M）+2.4%；若债务人提取欧元贷款，贷款利率为 6 个月伦敦同业欧元拆借利率（EURO LIBOR6M）+2.4%。
2022 年 7 月	于瑞士证券交易所成功发行全球存托凭证。
2023 年 7 月	与 IFC 再次签订长期贷款协议，贷款金额 2 亿欧元，期限为 5 年。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：新建项目使用自有资金、商业贷款及 IFC 资金

新建项目国家	新建项目类型	资金来源
肯尼亚	洁具	拟由子公司 Keda 基苏木出资 1,203.37 万美元，商业银行提供贷款 1,250.00 万美元。
坦桑尼亚	玻璃	由 Keda(Tanzania)Ceramics Company Limited 或非洲合资公司新设子公司作为项目实施主体出资 3,476.27 万美元，由商业银行或者金融机构提供贷款 5,200.00 万美元。
喀麦隆	陶瓷	其中拟由子公司 Tilemaster 出资 2,469.35 万美元，IFC 提供贷款 3,450.00 万美元。
科特迪瓦	陶瓷	拟由子公司 Tilemaster 出资 3,450.00 万美元，IFC 提供贷款 3,550.00 万美元。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

及时结汇，降低汇率波动影响。公司海外建材销售一般按照当地货币结算，部分是美元结算，公司除保留一部分运营资金外，均会及时兑换为美元，尽可能降低汇率波动的风险。而且公司业务经营主体分散在 5 个国家中，单个国家的外汇储备不会很大，随着公司业务地域的持续拓展及非洲各国经济的增长，汇率波动影响有望进一步降低。

3、陶机及锂电业务亦颇具看点

3.1、陶机业务全球领先，具备一定的增量空间

陶机业务全球领先，成为外拓其他业务的坚实基础。公司是亚洲第一、全球第二的建筑陶瓷机械装备供应商，是亚洲唯一一家具备建筑陶瓷机械整厂整线生产供应能力的企业。近年来，公司也为下游陶瓷厂商提供配件耗材、设备维修改造、数字化升级的配套服务。在发展传统优势陶机主业的基础上，公司积极开拓机械设备的跨行业/领域应用，目前公司压机设备已延伸应用于炊具压制生产、金属锻压、铝型材挤压机等领域，窑炉设备已应用于耐火材料、锂电池行业。正是凭借陶机领域的领先地位，公司才得以顺利切入锂电及海外建材等多元业务领域。

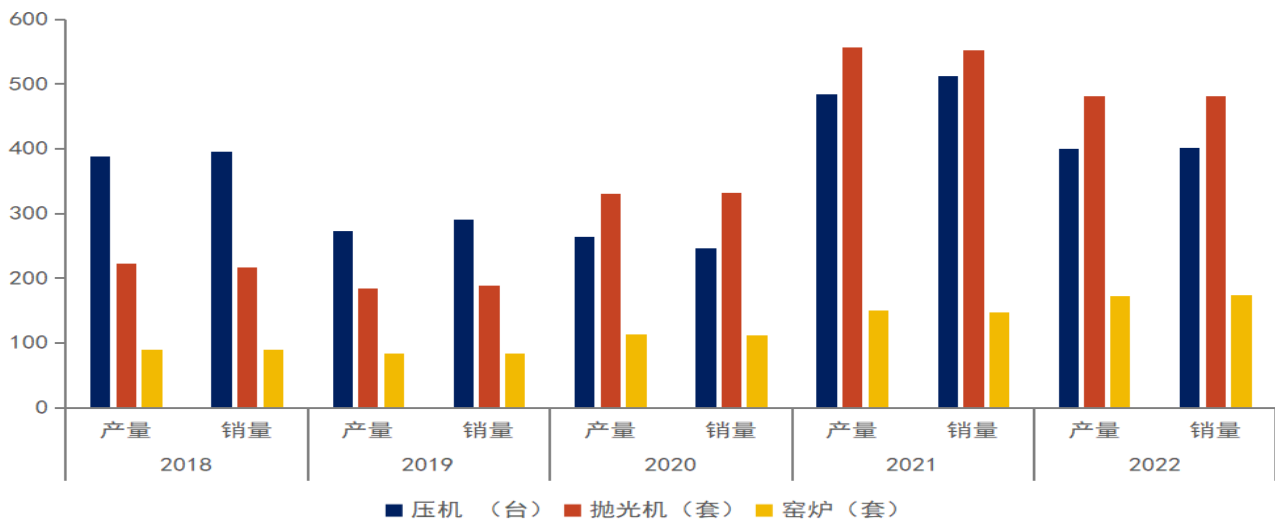
图 24: 公司陶瓷机械产线装备



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

公司陶机业务核心产品包括压机、窑炉、抛磨设备。公司在陶机业务采用“以销定产”的生产经营模式。整体来看, 公司陶机的产销量基本持平, 库存较少。从产品类型来看, 2018 年和 2019 年, 公司生产的压机数量远高于抛光机和窑炉数量; 2020 年开始, 抛光机的产量及销售量大幅提升, 超过压机和窑炉数量。

图 25: 公司陶机近五年产销量情况



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

5 年内实现“百亿目标”, “双碳”推进下的技改需求有望带来陶机业务新增量。公司正通过并购等方式拓展陶机业务产业链, 转型服务商, 向耗材、墨水生产及产线运维等方向延伸; 同时随着绿色环保、节能减排政策的不断推进, 建陶企业以“碳达峰、碳中和”为方向, 加快推广应用节能降碳技术装备。随着多部双碳实施政策落地, 建陶企业加速转型, 升级高端陶瓷机械装备、部署智能生产线, 以规模化先进产能替代落后产能, 进而带动了上游建陶机械不断向着提高单机产能、技术改造、节能、智能化方向进行产品迭代。在节能减排、“双碳双控”大环境下, 陶瓷企业的技改需求也有望为公司带来业务新增量。

公司将争取 5 年内实现陶机业务的“百亿目标”; 在保持建陶装备业务强大的竞争力的同时, 向非陶瓷行业进行延伸, 形成 60%陶瓷机械装备、20%配件及耗

材等陶瓷关联产品、20%陶机通用化装备的业务结构，并成为“技术驱动、成本领先、供应链全球化”的陶瓷机械高端制造引领者。

表 5：与陶瓷产业相关的“双碳”政策

政策	发布部门	主要内容
《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》之《建筑、卫生陶瓷行业节能降碳改造升级实施指南》	国家发改委、工业和信息化部、生态环境部、国家能源局	到 2025 年建筑、卫生陶瓷行业能效标杆水平以上的产能比例均要达到 30%，能效基准水平以下的产能基本清零。
《五部门关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局等五部门	建材行业需加快节能低碳技术和装备的研发和产业化，推进陶瓷产业数字化发展、鼓励陶瓷砖减薄发展、鼓励工业窑炉节能降耗技术应用和推广干法制粉工艺及装备。
《建材行业碳达峰实施方案》	工业和信息化部	
《六部门关于开展 2022 年绿色建材下乡活动的通知》	工业和信息化部、国家市场监督管理总局等六部门	加快绿色建材生产、认证和推广应用，促进绿色消费，助力美丽乡村建设。

资料来源：公司公告，中国政府网等，光大证券研究所

3.2、布局锂电业务，投资蓝科锂业获得丰厚回报

紧跟朝阳行业发展，共通的环节成为转型关键。随着中国房屋施工面积增速下降，陶机下游建筑陶瓷需求随之放缓，全国陶瓷砖产能从 2014 年的 139.6 亿平方米下降到 2022 年的 125.6 亿平方米，期间全国建筑陶瓷生产线淘汰 955 条，淘汰比例 27.76%。同时国家政策鼓励及环境要求促使新能源汽车市场持续增长，上游锂电池市场快速发展，2014 年新能源汽车销量约 7.5 万辆，同比增长 3.2 倍。以上背景下，锂电池负极与陶瓷生产均需干燥烧成环节成为公司业务转型的最终推动力。

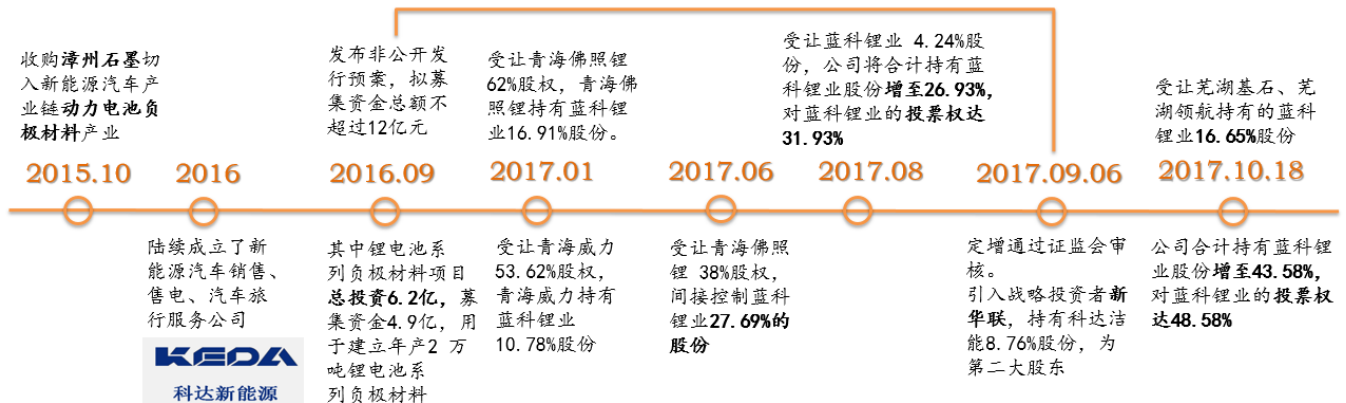
图 26：陶瓷、锂电负极材料生产环节对比



资料来源：公司官网、凯金能源招股说明书，光大证券研究所整理

公司陆续开始战略布局新能源产业链上中下游。2015 年公司收购漳州石墨切入新能源汽车产业链动力电池负极材料产业；随后陆续成立新能源汽车上下游服务公司；2016 年定增引入战投新华联和芜湖基石，扩建年产 2 万吨锂电负极材料项目，2017 年公司受让青海佛照锂和青海威力部分股权从而间接参股蓝科锂业，进入正极材料上游；成功入局锂离子电池正、负极材料的生产与销售与投资。

图 27: 公司锂电业务发展历程



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2023年上半年, 子公司福建科达新能源一期1万吨/年人造石墨产线已成功达产, 加上安徽基地产能, 整体已基本具备4万吨/年石墨化、2万吨/年人造石墨、1000吨/年硅碳负极、500吨/年钛酸锂的产能布局。另外福建二期与重庆三期合计年产10万吨人造石墨产能正在建设中, 预计将根据市场需求情况逐步释放产能。随着未来产能逐步释放, 公司业务规模与竞争力将稳步增长。此外, 公司未来也将协同境外资源启动负极材料的海外产能建设, 逐步增强在锂电池负极材料领域的影响力。

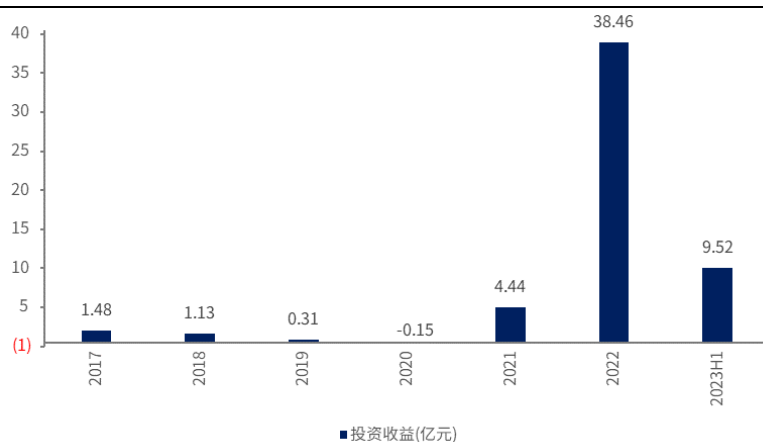
表 6: 公司锂电业务布局情况

项目名称	分布地点	是否完成建设	主要产品	应用	生产产能
福建一期	福建三明	是	石墨化	锂离子电池 负极 (动力电池)	4万吨/年
		是	人造石墨		1万吨/年
	安徽马鞍山	是	人造石墨		1万吨/年
福建二期	福建三明	否 (原计划 2023 年未完 成建设)	人造石墨		5万吨/年
重庆三期	重庆铜梁区	否 (原计划 2023 年未完 成建设)	人造石墨		5万吨/年

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

入股蓝科锂业, 锂价大涨公司获得丰厚收益。公司自2017年1月4日通过受让青海佛照锂及青海威力部分股权开始, 持续并购扩大对蓝科锂业的持股份额, 2017年10月18日, 公司通过受让芜湖基石及芜湖领航持有的共16.65%的蓝科锂业股权, 将对蓝科锂业的累计持股提升至43.58%, 成为蓝科锂业第二大股东, 拥有表决权48.58%。2022年锂价快速提升, 公司当年确认的蓝科锂业投资收益达38.46亿元, 回报丰厚。

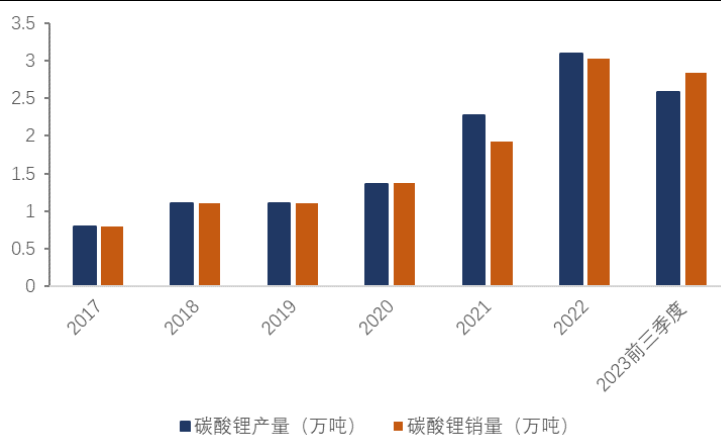
图 28: 公司投资蓝科锂业收益丰厚



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

蓝科锂业技术及成本优势明显, 产能持续释放。作为盐湖提锂行业的先行者, 蓝科锂业是中国使用吸附法产业化提锂的标志性企业, 有明显的技术优势和成本优势。蓝科锂业 2022 年碳酸锂产能约 3.1 万吨/年。2023 年上半年, 蓝科锂业碳酸锂产量及销量分别为 1.41 万吨及 1.50 万吨, 实现营业收入 33.35 亿元, 净利润 19.6 亿元, 对公司的归母净利润贡献为 8.54 亿元。

图 29: 蓝科锂业碳酸锂产销量情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设及盈利预测

(1) 机械产品业务（主要为陶机业务）：

1) 传统机械产品业务：公司为陶机龙头企业，22 年受国内房地产市场下行影响，陶瓷需求量下降，引致陶机需求量出现下行。23 年房地产行业大幅下行，我们估计公司陶机销售也将出现明显回落；24 年后随着“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）的逐步推进及“双碳”趋势下陶机企业技改需求的提升，公司陶机业务有望得以回暖，并在 25 年保持一定增长。

公司 22 年主要机械产品（压机、抛光机及窑炉）销售合计约为 1058 台（套），实现业务收入约 57 亿元，同比下降 3.3%。我们假设 23-25 年公司主要机械产品销量同比-27%/+15%/+13%，销量分别为 767/883/997 套（台）；通过计算可得 18-22 年机械产品综合销售单价平均在 525 万元/台（套），我们假设 23-25 年机械产品单价维持 525 万元/台（套）。综上，预计 23-25 年公司传统机械产品业务实现销售收入 40/46/52 亿元。

表 7：公司机械产品综合销售单价表

	2018	2019	2020	2021	2022	五年平均
销售收入（亿元）	36.07	29.77	38.59	58.95	56.98	
销量（台/套）	703	562	691	1211	1058	
销售综合单价（万元/台（套））	513	530	558	487	539	525

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 并购拓展的机械业务：除传统机械产品业务外，公司正逐步转型为服务商，通过并购等方式在不断延伸产业链，公司 2023 年 7 月参股国瓷康立泰，9 月收购意大利模具企业 FDS。估计未来通过并购在产业链方向的延伸也将对公司机械产品业务收入形成有效补充。

我们预计 23-25 年公司机械产品业务的收入约为 40/46/52 亿元，同比 -29%/+15%/+13%。

毛利率方面，机械产品业务 22 年及 23H1 的毛利率分别为 26%及 27.5%，随着原材料钢材价格的下降，该业务毛利率有望提升，预计 23-25 年机械产品业务毛利率均为 28%。

(2) 海外陶瓷业务（当前主要为非洲陶瓷业务）：

非洲 2020 年城镇化率接近 2006 年的中国，当前处于快速提升期，城市建设需求快速增长驱动建材市场高增，我们认为随着非洲城镇化率的提升及建材本地化生产的发展，非洲有望成为建材企业发展新的沃土。科达制造 2015 年起借助森大渠道布局非洲市场，并在疫情期间快速拓展市场，先发优势明显，拓产线拓品类拓区域为公司非洲建材业务的快速发展提供强力支撑，本地化策略具备成本优势。公司海外建材业务已规划 5 年内实现百亿营收，22 年公司海外陶瓷业务收入约为 33 亿元，23H1 海外陶瓷业务的收入为 19 亿元，同比增长 25%。如在 27 年实现百亿规模，则 CAGR 为 25%，考虑到结算及投资建设节奏，我们预计 23-25 年公司海外陶瓷业务收入增速约为 27%/25%/23%，对应 23-25 年收入为 42/52/64 亿元。

毛利率方面，考虑到疫情期间本地化生产抢占部分进口份额，且由于供给收缩导致售价上扬，22 年及 23H1 公司海外陶瓷业务毛利率高达 43.3%及 43.6%；疫

后非洲瓷砖进口逐步恢复，预计公司海外陶瓷业务毛利率将有所回落，但随着公司生产基地版图的扩张以及先发优势，预计毛利率也能够维持在相对较高的水平。我们预计公司 2023-2025 年海外陶瓷业务毛利率为 42%/40%/38%。

(3) 锂电池材料：国内新能源汽车销售快速增长，锂电产品需求端依旧强劲；碳酸锂价格下跌使不具备成本优势的落后产能加速出清，碳酸锂价格有望止跌回升，预计将带动锂电材料价格止跌回升。2022 年，公司的子公司福建科达新能源完成一期项目主要产线的建设，增加 4 万吨/年石墨化的产能，锂电材料价格的上涨及产能的释放使同年锂电池材料业务实现营收 12.1 亿元，同比大幅增长约 180%；23 年锂电材料价格持续回落，23H1 锂电材料收入为 4.1 亿元，同比下降 30%；我们预计公司 2023 年锂电池材料业务收入将有所回落，但后续随着碳酸锂及锂电材料价格的企稳及公司负极材料业务产能的逐步释放（在建 10 万吨/年的人造石墨，原预计 2023 年投产，我们预计 2024 年起将根据锂电材料市场价格情况逐步投产爬坡，预计 2024、2025 年人造石墨产量新增 3 万吨、2 万吨），我们预计公司锂电池材料业务收入将在 24 年后回升，预计 23-25 年公司锂电池材料业务收入同比增速为-20%/91%/32%，对应收入为 9.7/18.6/24.5 亿元。

毛利率方面，22 年公司锂电池材料毛利率为 16.5%，受市场供过于求影响，23 年碳酸锂价格明显下行，23H1 锂电池材料毛利率降至 3.7%，随着碳酸锂价格企稳，以及扩产后所带来的规模效应，预计公司锂电池材料业务毛利率将有所回升，我们预计公司 23-25 年锂电池材料业务毛利率为 4%/5%/5%。

(4) 蓝科锂业（非并表业务）：蓝科锂业目前拥有 3 万吨/年碳酸锂产能装置，未来 2~3 年内，公司希望通过技术提升、工艺升级、后端沉锂母液回收等方式，争取实现 5 万吨/年的产能。我们预计蓝科锂业的产能逐步释放，预计 2023-2025 年的产量为 3/4/4 万吨，同时结合历史产销率情况，假设 23-25 年产销率为 100%；2023 年下半年碳酸锂合约均价约为 16 万元/吨，2024 年初碳酸锂合约价格约为 10 万元/吨，价格逐步企稳。因此我们假设 2023-2025 年碳酸锂均价为 16/10/10 万元/吨，对应 2023-2025 年蓝科锂业收入为 48/40/40 亿元，参考盐湖股份 2023 年前三季度的净利率水平，我们假设该部分业务 23 年的净利率为 45%，24-25 年的净利率为 17%，则对应 2023-2025 年净利润为 21.4/6.8/6.8 亿元，以 43.58%的持股比例计，则 2023-2025 年公司从蓝科锂业获得的净利润预计为 9.3/3.0/3.0 亿元。

(5) 期间费用率：随着公司海外建材业务多领域多地域的拓展，我们预计公司的期间费用率将有所提升，2023 前三季度公司销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为 6.0%、7.6%、3.0%。我们预计公司 23-25 年销售费用率为 6.5%/6.7%/6.7%；我们预计公司 23-25 年管理费用率为 7.7%/7.9%/7.9%；我们预计公司 23-25 年研发费用率均为 3.3%/3.5%/3.5%。

根据以上假设，我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 99.6/124.9/148.8 亿元；对应营收增速分别为 -10.7%/25.4%/19.1%。对应毛利率分别为 30.6%/28.9%/27.9%。预计 2023-2025 年期间公司归母净利润分别为 21.5/23.4/24.9 亿元，折算 EPS 分别为 1.10/1.20/1.28 元/股。

表 8：关键业务收入预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	97.97	111.57	99.6	124.9	148.8
yoy	32.6%	13.9%	-10.7%	25.4%	19.1%
毛利率	26.5%	30.6%	30.6%	28.9%	27.9%
其中：机械产品业务（主要为陶机业务）(亿元)	59.0	57.0	40.3	46.4	52.4
yoy	52.8%	-3.3%	-29.2%	15.0%	13.0%

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	20.6%	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%
其中：海外陶瓷业务（当前主要为非洲陶瓷业务）(亿元)	23.5	32.8	41.6	52.0	64.0
yoy	31.1%	39.7%	27.0%	25.0%	23.0%
毛利率	45.37%	43.35%	42.00%	40.00%	38.00%
其中：锂电池材料(亿元)	4.32	12.1	9.7	18.6	24.5
yoy	-0.7%	180.1%	-19.7%	91.4%	31.8%
毛利率	15.0%	16.5%	4.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：公司其他业务体量整体偏小，结合历史情况，预计 23-25 年公司其他业务收入与 22 年一致，约为 8.0 亿元。

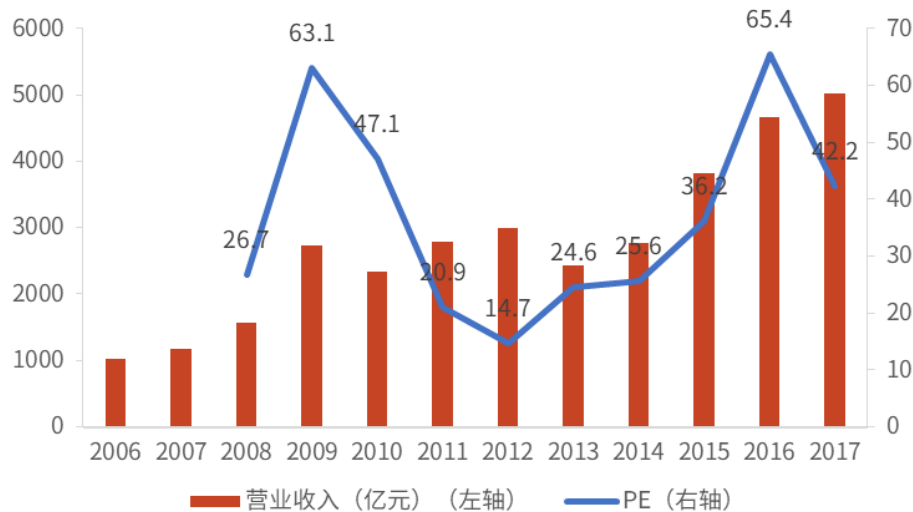
4.2、分部估值

如 4.1 所述，我们预计公司机械产品业务（主要为陶机业务）、海外陶瓷业务（当前主要为非洲陶瓷业务）及锂电池材料 2024 年毛利率分别为 28%、40%及 5%；参考做专用设备的精工科技 2023 年中报净利率（12%），我们假设公司机械产品业务净利率为 10%；公司主要进行建筑陶瓷的生产及销售的子公司为 Tilemaster Investment Limited，其 2022 年净利率约为 31.0%，考虑到毛利率的下降及费用率的提升，我们预计公司海外陶瓷业务的净利率为 27%；综合考虑锂电材料情况，我们预计公司锂电池材料业务微利，净利率为 1%。

我们采用分部估值法对公司各项业务进行估值，加总后得到公司的目标市值：

(1) 海外陶瓷业务（当前主要为非洲陶瓷业务）：如我们在前文论述的，2020 年非洲平均城镇化率为 43.8%，接近 2006 年中国的城镇化率水平。据非洲开发银行测算，2050 年非洲的城市化率将达到 60%，接近 2017 年中国城镇化率水平。从我国经验看，2006-2017 年间，城镇化率快速提升，城市建设需求旺盛，建材行业营收整体呈增长态势，2006-2017 年建材行业营收 CAGR 约为 15.6%；PE 估值中位数为 39X。我们参照类似阶段的国内经验，考虑到国际业务的风险性，给予公司海外陶瓷业务（当前主要为非洲陶瓷业务）25X 的 PE，对应市值为 179.0 亿元。

图 30：2006-2017 年建材（中信）指数成分股营收及 PE 情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

注：2006-2007 年建材（中信）指数的 PE 为 1353 及 160，系纳入成本股较少，且由于建材行业业绩表现不佳，使得 PE 明显偏大，因此不在上图中列示。

(2) **机械产品业务（主要为陶机业务）**：我们选取从事专用设备制造和碳纤维装备业务的精工科技以及从事水泥产线建设并具有出海逻辑的中材国际作为该业务可比公司。

(3) **锂电池材料业务**：我们选取国内主要的负极材料行业（石墨化业务）生产商贝特瑞、璞泰来及杉杉股份作为该业务可比公司。

(4) **蓝科锂业投资业务**：我们选择主营业务同为盐湖提锂的盐湖股份及西藏矿业作为蓝科锂业的可比公司。

参考国内以上可比公司 2024 年 PE 均值，给予公司机械产品业务（主要为陶机业务）PE 为 10X，锂电材料业务 PE 为 9X，对应市值分别为机械产品业务 44.6 亿元、锂电材料业务 1.0 亿元。给予蓝科锂业 PE 为 9X，对应市值为 26.6 亿元。

综上，我们认为公司目标总市值约为 251.2 亿元。

表 9：公司分部估值表

主要业务板块	2024E 收入 (亿元)	2024E 毛利率 (%)	2024E 净利率 (%)	2024E 净利润 (亿元)	持股比例	2024E 归母净利润 (亿元)	PE (X)	市值 (亿元)
机械产品业务	46.4	28%	10%	4.6	100%	4.6	10	44.6
海外陶瓷业务	52.0	40%	27%	14.0	51%	7.2	25	179.0
锂电材料业务	18.6	5%	1%	0.2	57%	0.1	9	1.0
蓝科锂业投资	-	-	-	6.8	43.58%	3.0	9	26.6
合计	-	-	-	25.7	-	14.9	-	251.2

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：其他业务体量较小且波动较大，预计 24 年收入约为 8 亿元，估值时未予考虑。公司对机械产品业务子公司持股比例多为 100%，海外陶瓷业务与森大集团合作，如前所述，持股比例为 51%；锂电材料业务中贡献较高产量的为福建科达新能源科技有限公司，2023H1 公司对其持股比例为 57%，以此作为锂电材料业务持股比例。

表 10：可比公司 PE 估值表

锂电材料可比公司	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元/股)					PE (X)				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
835185.BJ	贝特瑞	209.3	2.97	3.17	1.90	2.40	3.00	15	9	10	8	6
600884.SH	杉杉股份	255.4	2.04	1.23	0.86	1.20	1.55	8	9	13	9	7
603659.SH	璞泰来	371.8	2.53	2.24	1.26	1.80	2.28	21	12	14	10	8
	平均值	-	-	-	-	-	-	14	10	12	9	7
机械产品可比公司	公司名称	市值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
002006.SZ	精工科技	53.0	0.24	0.64	0.82	1.17	1.36	49	18	12	10	9
600970.SH	中材国际	298.1	0.82	0.98	1.03	1.21	1.39	16	14	11	9	8
	平均值	-	-	-	-	-	-	33	16	11	10	8
蓝科锂业可比公司	公司名称	市值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
000792.SZ	盐湖股份	844.8	0.85	2.93	1.45	1.21	1.93	19	5	11	9	8
000762.SZ	西藏矿业	120.5	0.27	1.53	0.23	1.21	4.65	86	15	103	9	5
	平均值	-	-	-	-	-	-	52	10	57	9	7

资料来源：wind，光大证券研究所

注：估值基准日为 2024 年 2 月 23 日，盐湖股份及西藏矿业 2023 年 EPS 根据业绩预告中枢计算，其余可比公司 EPS 为 wind 一致预期

4.3、投资建议

我们看好公司三大业务的成长性：陶机装备（向备件及运维方向的延伸以及技改需求带来业务增量），碳酸锂（蓝科盐湖提锂工艺，成本较低；碳酸锂价格趋于底部区间，未来对公司业绩拖累减小），非洲陶瓷（先发优势、渠道优势及融资

优势构筑业务护城河，高成长性高盈利性的非洲建材蓝海市场带来广阔成长空间)。

预计 2023-2025 年期间公司归母净利润分别为 21.5/23.4/24.9 亿元，折算 EPS 分别为 1.10/1.20/1.28 元/股。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险分析

碳酸锂价格持续下探，提锂环保要求提升。受产能持续扩张影响，碳酸锂价格在 2023 年持续下探，加之环保要求提升，提锂成本有所上扬。若碳酸锂价格持续下探，提锂成本持续提升，将影响公司锂电材料的销售价格及蓝科锂业的经营业绩，进而影响公司业绩增长。

海外政策波动，非洲建材需求不及预期。近年来非洲经济总体呈向好态势但波动较大，但若受海外政策等影响，非洲建材需求增速或将放缓；此外，若非洲进口建材超预期增长，也将影响公司海外建材业务增速。

技改需求增长不及预期。我国双碳政策持续推进，但整体推进速度偏慢，且技改等需大量资金投入。若政策落地及技改需求不及预期，将影响公司陶机技改业务增量。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,797	11,157	9,961	12,494	14,885
营业成本	7,252	7,872	6,915	8,889	10,729
折旧和摊销	336	390	314	416	517
税金及附加	47	58	52	65	78
销售费用	507	552	647	837	997
管理费用	647	797	771	987	1,176
研发费用	302	326	329	437	521
财务费用	97	52	83	77	73
投资收益	462	3,865	2,113	2,219	2,330
营业利润	1,484	5,405	3,229	3,505	3,722
利润总额	1,492	5,313	3,137	3,413	3,630
所得税	29	111	65	71	76
净利润	1,463	5,202	3,072	3,342	3,554
少数股东损益	457	951	921	1,003	1,066
归属母公司净利润	1,006	4,251	2,150	2,339	2,488
EPS(元)	0.53	2.18	1.10	1.20	1.28

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,288	997	867	1,014	1,126
净利润	1,006	4,251	2,150	2,339	2,488
折旧摊销	336	390	314	416	517
净营运资金增加	1,239	1,291	73	1,490	1,528
其他	-1,293	-4,934	-1,670	-3,231	-3,408
投资活动产生现金流	-1,183	786	596	-296	815
净资本支出	-522	-912	-1,513	-2,515	-1,515
长期投资变化	2,092	3,119	0	0	0
其他资产变化	-2,753	-1,421	2,109	2,219	2,330
融资活动现金流	389	215	-1,978	371	-912
股本变化	0	60	0	0	0
债务净变化	838	109	-560	1,129	-84
无息负债变化	673	-416	-583	871	889
净现金流	456	2,049	-514	1,089	1,028

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	26.0%	29.4%	30.6%	28.9%	27.9%
EBITDA 率	15.5%	18.1%	17.0%	14.9%	14.1%
EBIT 率	12.1%	14.6%	13.8%	11.6%	10.7%
税前净利润率	15.2%	47.6%	31.5%	27.3%	24.4%
归母净利润率	10.3%	38.1%	21.6%	18.7%	16.7%
ROA	9.1%	24.6%	14.1%	12.7%	11.9%
ROE (摊薄)	14.7%	37.3%	17.6%	17.0%	16.1%
经营性 ROIC	10.8%	12.6%	9.7%	8.1%	7.8%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	50%	37%	31%	33%	32%
流动比率	1.33	1.97	2.32	2.02	2.15
速动比率	0.82	1.44	1.75	1.52	1.63
归母权益/有息债务	2.32	3.71	4.87	3.79	4.34
有形资产/有息债务	4.77	6.25	7.88	6.69	7.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	16,123	21,152	21,756	26,316	29,824
货币资金	1,961	4,797	4,283	5,372	6,399
交易性金融资产	58	398	398	398	398
应收账款	1,442	1,591	2,229	2,516	2,998
应收票据	18	75	67	84	100
其他应收款 (合计)	108	114	101	125	149
存货	3,262	3,242	2,765	3,376	3,861
其他流动资产	403	603	519	680	905
流动资产合计	8,508	11,906	11,373	13,719	16,123
其他权益工具	9	6	6	6	6
长期股权投资	2,092	3,119	3,119	3,119	3,119
固定资产	2,937	3,131	4,349	6,315	7,246
在建工程	302	676	507	380	285
无形资产	871	867	868	870	873
商誉	967	913	913	913	913
其他非流动资产	39	45	40	40	40
非流动资产合计	7,615	9,246	10,383	12,596	13,702
总负债	8,128	7,821	6,678	8,678	9,483
短期借款	912	1,006	447	1,576	1,492
应付账款	1,911	1,529	1,037	1,333	1,609
应付票据	745	686	602	774	934
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	149	137	47	58	115
流动负债合计	6,389	6,030	4,905	6,804	7,514
长期借款	1,535	1,490	1,490	1,490	1,490
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	90	80	181	277
非流动负债合计	1,739	1,791	1,772	1,874	1,969
股东权益	7,995	13,332	15,078	17,638	20,341
股本	1,888	1,948	1,948	1,948	1,948
公积金	2,260	3,456	3,671	3,905	4,034
未分配利润	2,814	6,684	7,295	8,618	10,125
归属母公司权益	6,852	11,388	12,214	13,771	15,408
少数股东权益	1,144	1,943	2,865	3,867	4,934

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	5.18%	4.95%	6.50%	6.70%	6.70%
管理费用率	6.61%	7.14%	7.74%	7.90%	7.90%
财务费用率	0.99%	0.47%	0.84%	0.62%	0.49%
研发费用率	3.08%	2.92%	3.30%	3.50%	3.50%
所得税率	2%	2%	2%	2%	2%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.18	0.68	0.40	0.44	0.46
每股经营现金流	0.68	0.51	0.45	0.52	0.58
每股净资产	3.63	5.84	6.27	7.07	7.91
每股销售收入	5.19	5.73	5.11	6.41	7.64

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	21	5	10	9	9
PB	3.1	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.6	12.7	15.9	16.1	15.2
股息率	1.6%	6.0%	3.5%	3.8%	4.1%

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。
基准指数说明：		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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP