

蓝晓科技（300487.SZ）/新材料

证券研究报告/公司点评

2024年5月3日

**评级：买入（维持）**

市场价格：46.81

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

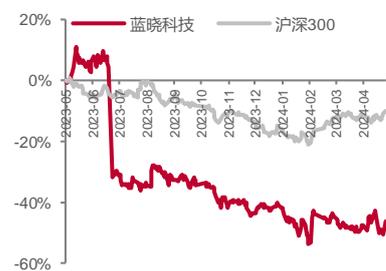
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,920	2,489	3,226	4,037	5,023
增长率 yoy%	61%	30%	30%	25%	24%
归母净利润（百万元）	538	717	1,009	1,314	1,640
增长率 yoy%	73%	33%	41%	30%	25%
每股收益（元）	1.06	1.42	2.00	2.60	3.25
净资产收益率	20%	21%	23%	23%	23%
P/E	44.0	33.0	23.4	18.0	14.4
P/B	8.7	6.9	5.4	4.2	3.3

备注：股价取自 2024 年 4 月 30 日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	505
流通股本(百万股)	304
市价(元)	46.81
市值(百万元)	23,640
流通市值(百万元)	14,236

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司深度】蓝晓科技深度：吸附分离平台型企业，多业务线成长共振  
 20231207

**投资要点**

- **事件：**公司公布 2023 年年报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 24.89、7.17、7.23 亿，分别同比+29.62%、+33.35%、+47.63%，2023Q4 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 9.12、1.99 和 2.22 亿，分别同比+22.82%、-11.25%和+20.17%，分别环比+60.28%、+15.7%和+35.37%。
- **事件：**公司公布 2024 年一季报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 6.31、1.69、1.65 亿元，分别同比+25.99%、+26.35%、+27.97%，分别环比-30.81%、-15.08%、-25.68%。
- **生命科学、水处理和提锂业务为三大增长极，驱动 2023 年收入快速增长。**2023 年公司整体收入同比+29.62%，实现快速增长，分业务模式来看，分别占收入 62.54%、33.14%、2.6%的吸附材料、系统装置、技术服务业务收入分别同比+13.45%、+76.44%、+4.5%。就占比最大的吸附材料板块来看，水处理与超纯化、节能环保和生命科学三大细分应用方向收入增速分别为 22%、37%和 40%，为此板块收入快速增长的三大核心驱动力，生命科学板块收入占比高、增速快，背后主要是受到 GLP-1 市场高景气拉动，固相载体需求增长明显。就系统装置板块来看，2023 年实现远超公司整体水平的收入增速，背后主要是盐湖提锂系统装置实现收入 5.2 亿，同比+85.16%。
- **剔除盐湖提锂业务后的“基本仓”收入稳增，共振成长趋势延续。**2023 年扣除盐湖提锂大项目后的基础业务收入 19.69 亿元，同比+20.12%，2019-2023 公司基本仓业务收入由 6.3 亿元增长至 19.7 亿元，CAGR 达 32.98%，充分印证出公司多个下游应用方向共振成长向上的良好态势。
- **生命科学、水处理增长极引领吸附分离材料结构优化，2023 年盈利水平显著提升。**2023 年公司吸附分离材料实现销量 4.77 万吨，同比+10.47%，实现销售收入 15.56 亿元，同比+13.45%，我们测算吸附分离材料销售单价 3.26 万元/吨，同比+2.7%，均价提升背后，主要是高单价、高盈利的生命科学、水处理与超纯化板块收入占比在 2023 年分别同比+5.37pcts、+2.31pcts。我们测算 2023 年吸附分离材料单位成本为 1.59 万元/吨，同比-10.43%，背后主要是核心原材料苯乙烯 2023 年均价同比-9.46%。均价提升而成本下行之下，公司吸附分离材料单位毛利达 1.67 万元/吨，同比+19.42%，毛利率达 51.13%，同比+7.16pcts。
- **提锂吸附技术持续迭代，强产品竞争力构筑提锂业务深厚壁垒。**从收入端来看，2024Q1 公司确认国投罗钾项目收入 9900 万元，目前在盐湖提锂领域尚未确认收入的在手订单规模超过 11 亿元，后续提锂业务对收入和利润端产生持续贡献的确定性强。从技术和产品端来看，2023 年具有“高吸附、高解析、低硼选择性”特点的“第三代”盐湖提锂吸附剂推向市场，产品性能全面领先已知竞品，并且可实现成本的大幅下降。目前

公司盐湖提锂应用工艺已覆盖几乎全部卤水及其亚型，实现了覆盖全球各盐湖矿区的强大竞争优势。性价比领先的工艺和产品，叠加丰富的吸附法盐湖提锂工艺应用经验，使公司在锂价有所承压的大背景下能够维持自身收入韧性，随着海外市场的加快开拓，新的市场空间正加速打开。

- **蓝晓科技：吸附分离平台型企业，多业务线成长共振。** 公司是国内吸附分离树脂行业龙头，甫一进入行业便锚定技术领先战略，以中高端应用领域拓展为抓手，带动公司整体产品布局完善和对各细分市场的全面渗透。未来看点在于：1) 作为多肽固相合成载体核心供应商，持续受益下游 GLP-1 市场高景气；2) 盐湖卤水直接提锂技术领导者，锂价下行背景下，公司盐湖提锂技术综合成本低，技术产业化成熟度高，市场份额有望持续提升；3) 半导体用均粒树脂，高端饮用水用树脂凭借高性价比优势实现国产替代和出口领先；4) 环保、基础化工等领域贡献潜在增量市场。
- **盈利预测与投资建议：** 公司2023年业绩符合预期，但考虑到2024Q1综合毛利率环比有所下降，或一定程度影响全年盈利表现，我们略下调盈利预测，同时引入2026年盈利预测，预计公司2024-2026归母净利润分别10.09/13.14/16.4亿（2024-2025前值分别为10.09/13.61亿），对应当前股价的2024-2026年PE分别为23.4/18/14.4X，考虑到公司多业务领域共振成长趋势延续，规模与经营质量双升，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：** 市场开拓不及预期风险；锂价大幅波动风险；原材料价格大幅波动风险；减肥药市场扩容不及预期风险；海外需求下滑风险；参考信息滞后风险；政策风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,249	3,439	5,348	6,333	营业收入	2,489	3,226	4,037	5,023
应收票据	2	0	0	0	营业成本	1,278	1,563	1,939	2,398
应收账款	622	715	872	1,084	税金及附加	24	43	55	61
预付账款	47	23	29	36	销售费用	89	129	153	191
存货	1,100	1,106	600	1,558	管理费用	108	161	202	251
合同资产	43	67	95	105	研发费用	147	194	242	301
其他流动资产	211	268	325	369	财务费用	-20	-64	-97	-102
流动资产合计	4,231	5,551	7,175	9,379	信用减值损失	-26	-15	-15	-15
其他长期投资	51	55	59	64	资产减值损失	-6	-60	-55	-50
长期股权投资	10	10	10	10	公允价值变动收益	-33	-11	-14	-19
固定资产	697	989	1,291	1,602	投资收益	2	16	20	12
在建工程	219	319	319	219	其他收益	20	20	20	20
无形资产	216	216	209	209	营业利润	818	1,151	1,498	1,871
其他非流动资产	270	270	270	270	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,464	1,859	2,158	2,373	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>5,695</b>	<b>7,410</b>	<b>9,333</b>	<b>11,752</b>	<b>利润总额</b>	<b>817</b>	<b>1,150</b>	<b>1,497</b>	<b>1,870</b>
短期借款	43	97	226	335	所得税	95	135	175	220
应付票据	223	262	316	424	<b>净利润</b>	<b>722</b>	<b>1,015</b>	<b>1,322</b>	<b>1,650</b>
应付账款	322	469	588	734	少数股东损益	4	6	8	10
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>718</b>	<b>1,009</b>	<b>1,314</b>	<b>1,640</b>
合同负债	839	1,290	1,615	2,009	NOPLAT	704	958	1,236	1,560
其他应付款	74	74	74	74	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.42</b>	<b>2.00</b>	<b>2.60</b>	<b>3.25</b>
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	211	236	262	294	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,713	2,428	3,081	3,871	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	50	100	180	<b>成长能力</b>				
应付债券	387	387	387	387	营业收入增长率	29.6%	29.6%	25.1%	24.4%
其他非流动负债	139	139	139	139	EBIT增长率	42.0%	36.1%	29.1%	26.2%
非流动负债合计	526	576	626	706	归母公司净利润增长率	33.4%	40.6%	30.2%	24.9%
<b>负债合计</b>	<b>2,239</b>	<b>3,004</b>	<b>3,707</b>	<b>4,577</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	3,437	4,380	5,593	7,132	毛利率	48.7%	51.5%	52.0%	52.3%
少数股东权益	19	25	33	43	净利率	29.0%	31.5%	32.7%	32.9%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,456</b>	<b>4,405</b>	<b>5,626</b>	<b>7,175</b>	ROE	20.7%	22.9%	23.3%	22.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,695</b>	<b>7,410</b>	<b>9,333</b>	<b>11,752</b>	ROIC	22.1%	23.3%	23.1%	22.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					单位:百万元				
<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	39.3%	40.5%	39.7%	38.9%
<b>经营活动现金流</b>	<b>669</b>	<b>1,648</b>	<b>2,213</b>	<b>1,252</b>	债务权益比	16.5%	15.3%	15.2%	14.5%
现金收益	830	1,090	1,415	1,789	流动比率	2.5	2.3	2.3	2.4
存货影响	-137	-6	506	-957	速动比率	1.8	1.8	2.1	2.0
经营性应收影响	-136	-7	-108	-168	<b>营运能力</b>				
经营性应付影响	70	185	173	254	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
其他影响	42	386	228	334	应收账款周转天数	77	75	71	70
<b>投资活动现金流</b>	<b>-140</b>	<b>-526</b>	<b>-479</b>	<b>-457</b>	应付账款周转天数	86	91	98	99
资本支出	-220	-531	-485	-450	存货周转天数	291	254	158	162
股权投资	-6	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他长期资产变化	86	5	6	-7	每股收益	1.42	2.00	2.60	3.25
<b>融资活动现金流</b>	<b>425</b>	<b>67</b>	<b>175</b>	<b>190</b>	每股经营现金流	1.32	3.26	4.38	2.48
借款增加	402	104	179	189	每股净资产	6.81	8.67	11.07	14.12
股利及利息支付	-217	-163	-210	-269	<b>估值比率</b>				
股东融资	45	0	0	0	P/E	33.0	23.4	18.0	14.4
其他影响	195	126	206	270	P/B	6.9	5.4	4.2	3.3
					EV/EBITDA	49.4	37.3	28.7	22.8

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。