

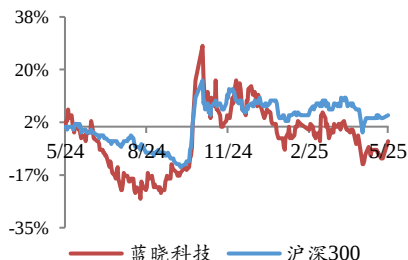
## 24 年业绩稳步增长，吸附材料板块放量高增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-06

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 46.16       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 68.02/36.48 |
| 总股本（百万股）        | 508         |
| 流通股本（百万股）       | 307         |
| 流通股比例（%）        | 60.40       |
| 总市值（亿元）         | 234         |
| 流通市值（亿元）        | 142         |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

### 相关报告

1. 蓝晓科技：基本仓业务稳健发展，吸附材料板块高速增长 2024-10-27
2. Q2 业绩大幅增长，多业务领域前景广阔 2024-08-29

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2025 年 4 月 23 日，蓝晓科技发布 2024 年年度报告。公司 2024 年实现营收 25.54 亿元，同比增长 2.62%；实现归母净利润 7.87 亿元，同比增长 9.79%；实现扣非归母净利润 7.45 亿元，同比增长 2.99%。

公司 2025Q1 实现营业收入 5.77 亿元，同比下滑 8.58%，环比下降 12.91%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 14.18%，环比增长 1.22%；实现扣非归母净利润 1.90 亿元，同比增长 15.17%，环比增长 14.22%。

#### ● 吸附分离材料持续高增，基本仓业务驱动整体盈利表现

公司 2024 年吸附分离材料业务保持高速增长态势，平抑受锂资源行业周期性景气度等影响带来的系统装置业绩下滑，业绩保持稳健增长。2024 年公司吸附分离材料、系统装置、技术服务营收分别实现 19.86/4.69/0.64 亿元，同比增长 27.61%/-43.13%/-1.60%；吸附分离材料板块中金属资源营业收入 2.56 亿元，同比增长 30%，主要源于金属镓、铈价格上涨与石煤提钒工艺优化；生命科学板块营业收入 5.68 亿元，同比增长 28%，主要得益于 seplife 2-CTC 固相合成载体和 sieber 树脂的高等级优质产能和持续稳定供货；水处理与超纯化营业收入 6.88 亿元，同比增长 34%，主要源于与重点半导体企业实质订单落地，在面板客户体系市占率提升；化工与催化营业收入 2.02 亿元，同比增长 42%，主要源于双酚 A 催化树脂商业化供货。碳酸锂 2024 年均价 90920.61 元/吨，同比下降 64.35%，受锂行业周期下行与项目执行进度影响，系统装置板块营业收入 4.69 亿元，同比下滑 43%。但公司基本仓吸附分离材料业务高盈利冲抵盐湖提锂项目带来的负贡献，全年毛利率 52.85%，同比提升 1.72%。

海外业务收入高速增长，有望在未来为业绩贡献新增量。2024 年公司海外营业收入 6.55 亿元，同比大幅增长 45.1%，显著高于国内同比下滑 6.80%，国际化战略卓有成效、关键海外市场逐步突破、公司已开拓在多个应用领域保持较好的市场占有率。

#### ● 2025Q1 盈利能力保持增长，核心板块业务有望延续强势

公司 2025Q1 实现营业收入 5.77 亿元，同比下滑 8.58%，环比下降 12.91%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 14.18%，环比增长 1.22%；营业收入下降主要系盐湖提锂项目计入节奏差异，2024Q1 国投罗钾项目目吸附材料及系统装置交付计入收入，但 2025Q1 持续受到锂行业下行影响拖累收入。扣除盐湖提锂后，公司基础业务收入 5.77 亿元，同比增长 9%，生命科学、水处理和

超纯化、金属资源业务板块保持较快增速，有望全年继续走强贡献利润。

● **核心板块存量增量业务同步发展，下游应用领域拓展稳步进行**

公司金属资源、生命科学、水处理与超纯化等基本仓业务依托技术、管理、营销优势持续放量，同时围绕生命科学、饮用水、新能源、碳排放等新兴市场积极开拓与渗透增量市场。(1) 金属资源板块，提铀领域持续进行国有替代、氧化铝母液提镓保持高市占率、提镍提钴提钒多个工业化项目落地，产品销售加速放量。

(2) 生命科学板块，GLP-1 多肽类药物持续放量，ProteinA 亲和填料、离子交换类产品、复合模式填料、医美胶原蛋白等产品项目稳步推进，陆续完成 120t 固相载体车间、70000L 琼脂糖/葡聚糖车间的扩建，GMP 高等级生产车间及独立的生命科学园区正在筹划。(3) 水处理与超纯化板块，高端饮用水市场渗透率持续提升，超纯水领域与重点半导体企业实现实质性订单落地、面板行业已顺利实现多条新建水线的全线供货；新建产能方面，蒲城蓝晓 2 万吨高端材料产能与 4 亿元高端材料制造产业园项目稳步推进，未来将进一步满足高端市场应用需求。(4) 盐湖提锂领域，已完成及执行盐湖提锂产业化项目合计碳酸锂/氢氧化锂产能 10 万吨，西藏结则茶卡首条 3300 吨氢氧化锂产线正在试验、调试，未来有望为公司贡献新的业绩增量。

● **投资建议**

我们预计公司 2025 年-2027 年分别实现归母净利润 9.69、11.91、14.51 亿元（2025-2026 年前值分别为 9.73、12.13 亿元），对应 PE 分别为 24、20、16 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 应收账款回收风险；
- (2) 下游应用领域变化风险；
- (3) 国际局势及汇率波动风险；
- (4) 行业政策变化风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2554  | 2989  | 3514  | 4179  |
| 收入同比 (%)  | 2.6%  | 17.0% | 17.6% | 18.9% |
| 归属母公司净利润  | 787   | 969   | 1191  | 1451  |
| 净利润同比 (%) | 9.8%  | 23.1% | 22.9% | 21.8% |
| 毛利率 (%)   | 49.5% | 51.1% | 52.4% | 53.4% |
| ROE (%)   | 20.1% | 19.9% | 19.7% | 19.4% |
| 每股收益 (元)  | 1.56  | 1.91  | 2.35  | 2.86  |
| P/E       | 30.69 | 24.18 | 19.68 | 16.15 |
| P/B       | 6.20  | 4.81  | 3.87  | 3.13  |
| EV/EBITDA | 22.02 | 16.44 | 13.23 | 9.98  |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 4500  | 5736  | 6912  | 8826  | <b>营业收入</b>     | 2554  | 2989  | 3514  | 4179  |
| 现金             | 2262  | 3405  | 3856  | 5598  | 营业成本            | 1290  | 1463  | 1672  | 1946  |
| 应收账款           | 746   | 673   | 1041  | 1012  | 营业税金及附加         | 26    | 31    | 36    | 43    |
| 其他应收款          | 11    | 14    | 16    | 19    | 销售费用            | 111   | 100   | 118   | 140   |
| 预付账款           | 45    | 60    | 64    | 75    | 管理费用            | 98    | 127   | 149   | 177   |
| 存货             | 1155  | 1236  | 1555  | 1696  | 财务费用            | -9    | -14   | -35   | -43   |
| 其他流动资产         | 281   | 348   | 380   | 425   | 资产减值损失          | 0     | 10    | 10    | 10    |
| <b>非流动资产</b>   | 1585  | 1849  | 1977  | 2083  | 公允价值变动收益        | 2     | 5     | 5     | 5     |
| 长期投资           | 14    | 14    | 15    | 16    | 投资净收益           | 6     | 1     | 2     | 2     |
| 固定资产           | 685   | 1093  | 1292  | 1429  | <b>营业利润</b>     | 907   | 1149  | 1414  | 1722  |
| 无形资产           | 213   | 228   | 233   | 237   | 营业外收入           | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 其他非流动资产        | 672   | 514   | 437   | 400   | 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 2     |
| <b>资产总计</b>    | 6085  | 7585  | 8889  | 10908 | <b>利润总额</b>     | 907   | 1149  | 1415  | 1723  |
| <b>流动负债</b>    | 1582  | 2086  | 2180  | 2729  | 所得税             | 113   | 172   | 212   | 258   |
| 短期借款           | 37    | 39    | 41    | 41    | <b>净利润</b>      | 794   | 977   | 1202  | 1464  |
| 应付账款           | 306   | 393   | 412   | 524   | 少数股东损益          | 7     | 8     | 12    | 14    |
| 其他流动负债         | 1239  | 1655  | 1728  | 2164  | <b>归属母公司净利润</b> | 787   | 969   | 1191  | 1451  |
| <b>非流动负债</b>   | 576   | 605   | 622   | 638   | EBITDA          | 1022  | 1248  | 1519  | 1840  |
| 长期借款           | 9     | 29    | 39    | 49    | EPS (元)         | 1.56  | 1.91  | 2.35  | 2.86  |
| 其他非流动负债        | 567   | 576   | 583   | 589   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 2158  | 2692  | 2803  | 3368  | <b>会计年度</b>     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益         | 12    | 20    | 31    | 45    | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 股本             | 507   | 507   | 507   | 507   | 营业收入            | 2.6%  | 17.0% | 17.6% | 18.9% |
| 资本公积           | 807   | 807   | 807   | 807   | 营业利润            | 10.9% | 26.6% | 23.1% | 21.8% |
| 留存收益           | 2600  | 3559  | 4740  | 6181  | 归属于母公司净利        | 9.8%  | 23.1% | 22.9% | 21.8% |
| 归属母公司股东权       | 3915  | 4874  | 6055  | 7495  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 6085  | 7585  | 8889  | 10908 | 毛利率 (%)         | 49.5% | 51.1% | 52.4% | 53.4% |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 净利率 (%)         | 30.8% | 32.4% | 33.9% | 34.7% |
| 单位:百万元         |       |       |       |       | ROE (%)         | 20.1% | 19.9% | 19.7% | 19.4% |
| <b>会计年度</b>    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | ROIC (%)        | 17.7% | 17.6% | 17.5% | 17.5% |
| <b>经营活动现金流</b> | 732   | 1535  | 752   | 2046  | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 净利润            | 794   | 977   | 1202  | 1464  | 资产负债率 (%)       | 35.5% | 35.5% | 31.5% | 30.9% |
| 折旧摊销           | 132   | 130   | 158   | 179   | 净负债比率 (%)       | 55.0% | 55.0% | 46.1% | 44.7% |
| 财务费用           | 27    | 32    | 33    | 34    | 流动比率            | 2.84  | 2.75  | 3.17  | 3.23  |
| 投资损失           | -6    | -1    | -2    | -2    | 速动比率            | 2.00  | 2.06  | 2.36  | 2.52  |
| 营运资金变动         | -256  | 414   | -623  | 387   | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 其他经营现金流        | 1090  | 547   | 1809  | 1062  | 总资产周转率          | 0.43  | 0.44  | 0.43  | 0.42  |
| <b>投资活动现金流</b> | -247  | -382  | -277  | -277  | 应收账款周转率         | 3.73  | 4.21  | 4.10  | 4.07  |
| 资本支出           | -179  | -371  | -261  | -261  | 应付账款周转率         | 4.11  | 4.19  | 4.16  | 4.16  |
| 长期投资           | -74   | -28   | -33   | -33   | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 6     | 17    | 17    | 17    | 每股收益            | 1.56  | 1.91  | 2.35  | 2.86  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -392  | 0     | -14   | -17   | 每股经营现金流         | 1.44  | 3.02  | 1.48  | 4.03  |
| 短期借款           | -6    | 2     | 2     | 0     | 每股净资产           | 7.72  | 9.60  | 11.93 | 14.76 |
| 长期借款           | 9     | 20    | 10    | 10    | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| 普通股增加          | 2     | 0     | 0     | 0     | P/E             | 30.69 | 24.18 | 19.68 | 16.15 |
| 资本公积增加         | 42    | 0     | 0     | 0     | P/B             | 6.20  | 4.81  | 3.87  | 3.13  |
| 其他筹资现金流        | -439  | -22   | -26   | -28   | EV/EBITDA       | 22.02 | 16.44 | 13.23 | 9.98  |
| <b>现金净增加额</b>  | 108   | 1143  | 451   | 1742  |                 |       |       |       |       |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 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。